全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信



WILEY

90幅现代金融市场快照，揭示多变市场之不变规则

肯·费雪经典图书更新版，新增与时俱进的新图表、新解读

华尔街之舞

图解金融市场的周期与趋势

The Wall Street Waltz

90 Visual Perspectives, Illustrated Lessons from Financial Cycles and Trends

华章经典·金融投资

KEN FISHER

〔美〕肯·费雪 著

朱丹 李世新 译

Ken Fisher

机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街之舞

图解金融市场的周期与趋势

The Wall Street Waltz

90 Visual Perspectives, Illustrated Lessons from Financial Cycles and Trends

华 章 经 典 · 金 融 投 资

K E N F I S H E R

〔美〕肯·费雪 著

朱丹 李世新 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

华尔街之舞：图解金融市场的周期与趋势 /（美）肯·费雪（Ken Fisher）著；朱丹，李世新译．—北京：机械工业出版社，2017.9
（华章经典·金融投资）
书名原文：The Wall Street Waltz: 90 Visual Perspectives, Illustrated Lessons from Financial Cycles and Trends

ISBN 978-7-111-57801-7

I. 华… II. ① 肯… ② 朱… ③ 李… III. 金融市场－研究－美国 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 202686 号

本书版权登记号：图字：01-2017-3570

Ken Fisher. The Wall Street Waltz: 90 Visual Perspectives, Illustrated Lessons from Financial Cycles and Trends, Revised and Updated Edition.
ISBN 978-0-470-13950-9

Copyright © 2008 by Ken Fisher

This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. Simplified Chinese translation copyright © 2017 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher. Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

华尔街之舞：图解金融市场的周期与趋势

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）
责任编辑：刘新艳　　责任校对：殷　虹
印　　刷：中国电影出版社印刷厂　　版　　次：2017 年 9 月第 1 版第 1 次印刷
开　　本：260mm × 185mm 1/16　　印　　张：14.5
书　　号：ISBN 978-7-111-57801-7　　定　　价：69.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261 88361066　　投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294 88379649 68995259　　读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究
封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致我的妻子雪若琳（Sherrilyn），她是我生命之舞中的伴侣，无论在感情上还是在我们的投资事业中，尤其是在我们最重要的事业——管理我们最引以为傲的投资，培养克莱顿（Clayton）、内森（Nathan）和杰西（Jesse）上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再谈《华尔街之舞》

本书的第1版，也是我的第2本书，是在20年前完成的。当时，我已经做了15年的基金管理工作，并为《福布斯》杂志写了3年的专栏。那个时候，在我家的地下室门外，我的公司管理着价值大约2亿美元的资产。时光流转！现在，我管理的企业雇用了1000多名员工，为美国50个州和来自全球的客户管理着超过400亿美元（并且还在持续增长）的资产。（奇怪的是，我还是常怀念我过去的办公室。现在的办公室只是更大更宽敞了而已。）目前，从历史记录来看，在为《福布斯》杂志撰稿时间最长的专栏作家当中，我的排名是第4。我的第4本专著《投资最重要的三个问题》（*The Only Three Questions that Count*）已经登上了《纽约时报》的畅销排行。此外，我还荣登了2007年福布斯“全美最富有的400人排行榜”，列于第271位。20年前，当我突然萌生想法，想要出版一本小小的图册，通过它来描述各种市场现象时，我是绝对没有预料到会有上面这些情况发生的。

时过境迁，如今，变化太惊人了！随着技术革新呈指数级爆炸式增长，大量的综合数据已可以快速且免费获得。任何人只要有一个电子邮件地址和银行账号，就可以加入到投资者的行列中来，相关的服务费非常便宜！信息变得更加透明了！交易也更加快速了！人们可以很容易地获得和使用各种分析式的计算技能。可是，尽管发生了这么多变化，这支华尔街之舞的基本步调却始终如出一辙，这就是我为什么要再次出版本书的原因。

你会发现，尽管20年过去了，但我几乎没什么变化。怎么回事呢？这是因为我对市场的历史有着深深的热爱与尊重。正如人们所说，不研究历史的人注定要重复历史。这句话在投资领域也是适用的——任何严肃的实务工作者都必须持续地学习市场的发展历史，否则，他们必将会在某个时候再次做出错误的决定。如果不深入了解过去，就难以创造出新的未来——而本书所要介绍的正是一小部分历史。幸运的是，本书所介绍的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些历史数据直到我写作本书的时候，都一点未变。同时，本书还重点介绍了一些1987年时的流行观点——那个时候，受联邦储备银行对通货膨胀干预的影响，市场正处于历史利率高点；那个时候，正处于20世纪80年代的伟大牛市当中，但1987年那场短暂却影响巨大的股票市场崩盘即将来临。本书介绍了人们在当时的焦躁，对当时事件的看法和对历史的解读，以及在那个特殊的时刻，是什么在驱动着市场的运转。

你会发现，本书中的很多图表与评论在今天仍然适用，就好像它们仍处于当时那样从未改变：资本至上的原理始终存在。不过，在我根据这些图表总结出的结论中，有一部分却发生了一些变化。这主要是因为世界总是在变化的，或者说，也有部分原因是我现在得到了质量更好、更全面的数据。在投资过程中，我需要持续地问自己："有什么是我会认为这样不对吗？"（实际上，这就是我在最近出版的一本书《投资最重要的三个问题》中提出的第一个重要问题。）即使当时的情形看起来并没有什么问题，或者即使当时我所面对的是自己曾经证实过的东西。因此，有些我在20年前所相信的东西，到今天已经完全改变了。所以，在这次的修订更新版中，我对这些改变进行了更新。

关于这一点，最佳的例子可能就是本书的第1幅图。当时，跟很多人一样，我认为高市盈率就意味着未来的高风险和不佳的股票投资回报。但现在，我对此有了更好的认识——市盈率这个东西，无论它们本身水平的高低，光凭其本身是无法预测未来的风险与回报的。在最初写作这本书的时候，单凭当时的数据和技术，我是无法认识到这一点的。但时至今日，当任何人都能使用微软公司的Excel电子表格程序和免费历史数据（可通过任何财经网站获得）时，只要简单地做一个相关性分析，就会知道我们是不能用当前的市盈率去预测未来的风险与回报的。对于这一问题，我在我最新出版的一本书中进行了详尽说明。但是，直到今天，由于大多数投资者都不会主动去质疑传统的经验说法，因此，"太高的市盈率不好"这种神话般的观点依然在流传。

另一个涉及观点改变的例子是第74幅图。当时，我认为联邦政府负债对经济不会产生消极影响，这个看法在当时确实是正确的。因为从当时的联邦政府债务占美国整个国家收入（或者说，国民生产总值）的百分比来看，美国的负债程度确实并不值得让人担忧。不过，我当时还是没有表达正确。实际上，负债不仅是无害的，适度的负债对我们的社会来说根本就是好事！各种类型的负债我们都还可以再多增加一点！健康的经济发展离不开负债这个重要的推动力，想要依靠政府的力量来降低联邦负债的努力总是会带来灾难。在附录A"吓唬小孩的鬼话"部分，你可以读到更多我对于负债的最新看法，了解为什么我认为我们目前还可以合理信任美国政府。

本次修订版的另一个主要变化在于，我不再使用道琼斯指数作为市场业绩的代理变量了，相反，我完全无视了它。在本书首次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出版的时候，因为几乎人人都关注道琼斯指数，所以我遵照传统也采用了这个指数。时至今日虽然还是有很多人在用道琼斯指数，但是，与其他所有的价格加权指数一样，它有着固有的内在缺陷，是会产生误导的。由于道琼斯指数以股价作为权数（合理构造的指数应当使用市值作为权数，比如像标准普尔 500 指数或者 MSCI 世界指数那样），因此，对于任何年度来说，按道琼斯指数计算的收益率都可能受到人为操纵股票分割事件的影响。因为指数收益率取决于潜在股票的业绩，而进行股票分割就可以直接影响潜在股票的业绩，所以，以股价作为权数是不合理的，这种指数的质量不好。

上述几个例子很好地说明了为什么我们需要不断地对自己曾经相信的事情提出质疑，否则就会产生伤害。我们不能躲藏在历史后面，或者试图去改变历史，这也正是我不愿意对这些图进行胡乱解释的原因。在《投资最重要的三个问题》这本书中，我将自己在过去 20 年里从资本市场中所学习和发展的技术要点进行了总结，从某种程度上，我认为《投资最重要的三个问题》可作为本书的完美配套资料。不过，本书本身也需要适当进行更新，而我又不愿意彻底改变它的原貌，因此，就有了当前呈现在你面前的这本修订更新的版本。

本次修订版有三个特点。第一，本书秉承了第 1 版的精神，供广大热爱投资的读者从历史的角度去研究、享受和学习。因此，本书保留了原来的全部图和评注，原汁原味地为大家介绍当时的情形，以及这些现象对我的影响。第二，我在评注中又新增了一些说明，在保持图不变的前提下，对我的看法进行了更新。我的初衷是向你呈现历史的片段——在保留过去看法的同时再提供更新的评注和想法。我相信这样可以帮助你更好地理解今天的市场，并思考在将来的 20 年以后，我们又可能如何来进行解释。第三，在本书的最后，我还增加了一些完整更新过的图，因为我相信这些图的更新会对大家的认识产生新的影响。因此，本次的修订版包括与原版一样的内容，并加入了部分更新的评注，必要时还对一些图进行了更新。按我个人的想法，我觉得这样的话，本书已经呈现了上一版和当前最精华的内容。

因此，现在请跟我一起回到冷战快要结束的时候（当然，那时的我们还不知道冷战就快要结束了）。那时，大家都还没有笔记本电脑，没有手机，没有高速无线路由器，而我也还没有开始对黑莓手机上瘾；那时，无论是我们的所得税税率、通货膨胀率还是利率都高高在上，并且看不到下行的希望；那时的我还很穷，而戈登•杰科（Gordon Gecko）正在教我们“贪婪是个好东西”；那时正值股市崩盘前夜，一个新的单日跌幅之最即将形成（不过那一年的整体收益率还是正的 5%——这就是资本的奇妙之处）。这就是本书的写作背景，请欣赏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原版序

你知道1987年年初的股票市盈率比1929年时的还高吗？或者，1929年全球股市几乎是在同一时间发生的崩盘？还有，在19世纪的大部分时候，利率都处在两位数的高位上吗？你关心这些信息吗？或者说，你应当关心这些信息吗？如果你暂时还回答不了上面这些问题，那么请问，你真的了解华尔街之舞吗？

了解下面这些事实，也许会对你回答上面的问题有所帮助。1880年，美国亚利桑那州的鸡蛋产量只有870 408枚，但是，由这些鸡蛋所孵出来的小鸡在10年以后产下了13 572 852枚鸡蛋。这能帮助你理解了吗？这则趣闻是我从《第11次人口普查信息摘要：1890年》(*The Abstract of the Eleventh Census: 1890*)中读到的，这本书和其他很多各种类型的大部头书一样，被我放在公司的图书馆里，里面记满了人们通常都不会试图去整理归类的各种事实。当我把这些统计数据随口说给兰尼（我们公司的交易员主管）听时，她也只是淡淡一笑，真的只是淡淡一笑——可是，她的确是一位来自亚利桑那州的姑娘。

我们中的大部分人都不太在乎这些细节。每一天，我们都会被各种“事实”轰炸，根本没有时间来思考是什么在推动着我们向前发展，因此就更不用说花时间去学习金融史，思考它与我们的生活有什么联系了。大部分人都不是想要去拿金融学或者经济史的博士学位，他们只想简单地掌握华尔街之舞的舞步，从而能让他们从这场人类第二精彩的舞蹈中轻松赚到利润，不至于跌倒在舞池中被人耻笑罢了。

很多人都对华尔街之舞心生恐惧。你可能就是其中的一位。或者说，人们也应当是这样的，因为绝大多数投资者都在华尔街亏了钱。实际上，大多数能从华尔街拿回100万美元的人，都是曾经以200万美元作为起始资金而入市的。这种情况再真实不过了。那么，为什么大多数人都会亏钱呢？其中一个很大的原因就在于，关于投资，我们身边存在着太多被误读的神话，而这些神话在我们绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数普通人身上是根本就不能实现的。我们到处八卦这些神话，把它们吹得就像是事实那样。所以，我们打算在本书中用“图＋评注”的方式来曝光这些神话。

构思起源与本书的诞生

那是一个周末，当时我正在为某位约好将于周一过来拜访的客户准备资料。这位客户总是念叨国家的债务负担将会导致世界末日的到来，而我当时正在成堆的文件中查找一幅我在几年前收藏起来的图。我希望能通过那幅图来告诉我那可怜的客户一些事实，帮助他从自己的妄想型恐惧中走出来。但我始终找不到那幅图，这实在太遗憾了，因为那位客户一直认为我口说无凭。

不过，这几个小时的查找过程确实帮助我重新找到了一打又一打的其他图，它们被堆放在我的储藏室内尘封已久。其中有一些非常好的图，让我真的不忍心再把它们放回去。这些图具有一种强烈的视觉说服力，是我从上大学开始和在华尔街以专业人士的身份摸爬滚打 15 年以来，所学到的最好智慧的体现。正好，公司客户服务部的工作人员那里有可以用来装订小册子的专业装订机，于是我就将这些图装订在了一起。

星期一的时候，这本装订的小册子在我们办公室里明显得到了比 1890 年的人口普查数据摘要更多的关注，大家都认为，如果能借助于这些图，那么有时候在向客户解释一些看起来非常奇怪的现实观点时，就会轻松很多。只用一张图和几句简单但是经过斟酌的措辞，我就能让客户对现象产生清楚的认识，这在过去是很不容易做到的。于是，几天以后，这本图册就被用来向一位客户传达我们的观点，结果效果非常明显。次日晨起，我在冲凉的时候突然想到，既然我这么喜欢这种视觉化的呈现效果，我公司的员工和客户也都喜欢，那么应该有很多人也会喜欢这些图吧？于是，这就是本书的写作背景。

对绝大多数人来说，由于他们从来没有接触过被充分处理了的、视觉化的原始资料，因此，他们总觉得金融现象是非常难懂的。本书旨在让大家通过只看几眼图，再辅以几段文字就能够理解一些金融现象。或者说，我们希望通过本书能将华尔街之舞进行分解，方便你用最简单和最容易理解的步伐来掌握它。本书里收录了我喜欢也最常使用的 90 幅图，并对每一幅图都从以下几个方面进行了简单的评注：从图中你应该看到什么，为什么这是重要的，以及它对当前和未来的适用性与影响如何。本书就像是一本关于华尔街的图画书一样，通过图和简要的评注为你提供视觉化的效果。

因此，在本书里你将会看到 90 幅以视觉化方式呈现的金融现实，而这些是绝大多数人难以见到的。也许，你在过去已经见过其中的某些图了，但我相信，即使是对最专业的华尔街工作人员来说，绝大多数图都是他以前没有见过的。

关于图

虽然我已经写作多年，而且很多人也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认可我是具有创作这样一本书的资格的，但我还是要非常小心，不能让我的文字遮挡了这些图的光彩。在本书中，图是最重要的主角，文字只是为了帮助你理解而进行的简单分析。

这些图都是真实可靠的。它们从视觉化的角度生动地向我们呈现了几百年以来的华尔街之舞。这些年来，如果要说我从金融领域学到了什么的话，那就是：尽管几乎每天都有各种事件和奇怪的现象发生或消逝，但几百年来，那些真正重要的东西从未改变。所有那些让媒体和大众都兴奋不已的新鲜细节实际上都是无关紧要的，真正重要的东西不是那些刚刚才涌现出来的，而是那些从来都没有改变过的。人们对这些重要的东西如此习以为常，以至于几乎没有人会认为它们是值得讨论的。但是，通过观察华尔街舞者在以前是如何完成他们的舞蹈的（哪些做对了，哪些又曾经做错了），你可以从中汲取经验和教训，争取在目前和将来都能够将你的舞跳好。

本书中所用到的这些图的来源非常丰富——书籍、杂志、证券公司的内部资料、新闻快讯、研究报告等，还有一些甚至是我们自己设计开发的。有些图年数已久，但大部分都还比较新。其中最新的一幅是由我们根据一些古老的数据（可以追溯到 1720 年）所开发出来的。所有的图都思路清晰，非常珍贵。除非你能够非常方便地利用优秀的商业图书馆资源，否则，这些图在本书之外是很难找到的。事实上，在本书的编写过程中，我希望可以给你提供更多图，而不仅限于那个周日我在办公室里所装订的那些，于是在助理的协助下，我在斯坦福商学院的杰克森图书馆里搜寻了好几周的时间，终于又找到了不少有意义的图。我们将这些图组成了合辑，对于这本集锦，我感到非常骄傲，因为它能说明的东西实在是太多了。

本书的使用方法

你应当怎样使用这些图呢？本书一共分为三个部分。第一部分从视觉化的角度向你介绍股票市场。第二部分主要介绍利率、通货膨胀率、商品价格指数和房地产市场的情况。第三部分介绍了一般商业条件、常被误解的财政领域问题和我最喜欢的一些具有迷惑性的图——其中一些是我们不可太过认真，但仍然可以从中汲取教训的图；还有一些则是普通大众不相信，但我们应当严肃认真对待的图。

本书的布局是这样安排的：我们将图放在右手页面，然后相应的评注放在左手页面。每一幅图都是独立的，因此你可以随意决定你的阅读时间，即使看到中途先放下，然后过几分钟甚至几年以后再来继续阅读，也是没有问题的。书中的一些图已经是几十年前的了，但还是十分具有说服力，因此我相信它们在未来的几十年里仍然可以大放异彩。每幅图都有自己的故事，请体会和感受它们，并从中学到知识。

如果你不太同意我从这些图中所得出的结论，没有关系。相比你的具体看法来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，我认为更重要的是这些图确实引起了你的思考。研究和阅读这些图能够触发你去思考、去真正学到东西。不管你最终的看法是什么，哪怕你一直认为我是在胡说都没有关系。

有时，从这些图中，你会发现一些我并没有评注到的东西，这种情况可能会有很多。或者通过对这些图进行学习，你的看法会跟我所描述的大不相同。正如你将看到的，很多历史上著名的财经观察员都曾经有错得离谱的时候。因此，如果你确信我在某些方面说错了，请记得我所在的公司还是非常不错的。

我有经济学和历史学的教育背景，15年的华尔街职业从业经验，作为一本股票市场畅销书的作者和多年的《福布斯》杂志专栏作者，我对于华尔街之舞的美仍然常怀谦卑敬畏之心。有时，这支舞曲简直快要带走了我的呼吸；有时，它又给我沉重一击。

本书并不讲授怎样选择一只优秀的股票，也无关应该怎样去阅读财务报表。本书只涉及教训——很多你看了以后立即就可以汲取的经验和教训。本书介绍的是华尔街之舞，它将人类的恐惧和贪婪混合编配成曲，再按照我们每个人的心理感知编排成舞。这里有我们在做艰难决定时所感受到的肾上腺素飙升，因为这些决定会直接影响我们所爱之人的经济财富；这里有很多人比我们先走上了愚蠢的贪婪与恐惧之路，而他们的目标无不是为了金钱。此外，这里还会向你揭示为什么很多舞者都只关注自己的脚，而不用心去倾听音乐的节奏。

电子化

跟音乐伴随在一起的是什么呢？实际上，由于几百年来真正重要的东西从来就没有改变过，因此音乐还是那支音乐。不过，有一样可以帮助你掌握韵律的东西变了：那就是电子化。在我刚刚进入投资这个领域的时候，我的工具是电子计算器和计算尺。但在今天，只需要大约 30 美元，你就可以买到一个财务专用计算器，这个成本比你买入一只股票所需要的佣金还少，但借助它，你可以掌握复利的魔力——而这正是华尔街舞曲的韵律！

举个例子，从第 39 幅图中你可以看到要想成为一名百万富翁是多么简单。你只需要从 25 岁开始，每年往你的个人退休金账户[⊖]里存入 2000 美元，一直存到你 30 岁的时候，然后每年按 15% 进行复利就可以了。这笔小小的投资会让你在 65 岁退休的时候拥有大约 130 万美元。这是不是简单得令人无法相信呢？但事实确实如此！从第 39 幅图中你就可以看到这一点，当然，你也可以用一个财务计算器来自己进行验证，这最多只会占用你大约 30 秒的时间。这些

⊖ 在美国，个人退休金账户里的存款及所得是免税的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工具的操作指令是非常简单易学的。

每当我看到很多认真的投资者竟然不知道如何使用财务计算器，或者身边竟然没有计算器可以用来对围绕在我们身边的神话进行检验时，都感到非常震惊。比如，在第 52 幅图中你可以看到，由于通货膨胀的原因，1900 年以来的居民消费价格指数已经涨了 10 倍以上，但绝大多数人都没有发现，实际上在 85 年里涨 10 倍，平均下来每年的通货膨胀率也只有 2.75% 左右——这并不是多么惊人。

我亲自计算了这些数据，并且还统计了我的计算时间。我用我的卡西欧 BF-100 计算器，花了 8.25 秒将计算结果精确到了 10 分位。在当今时代，要想成为一位成功的华尔街之舞的舞者，关键就是要具有判断复合回报率的能力，要懂得复利的魔力，能够判断什么是可能的和不可能的合理投资结果，以及怎样才算是“合理的”。

但令人惊讶的是，在这样一个资本的社会里，真正理解复利的魔力并能将它应用到日常思考中的人如此稀缺。如果大部分人都具有这种本事的话，那么，像养老基金崩盘、政府财政赤字和华尔街大起大落的故事就会减少很多。我们甚至都不用再担心贫困的人，因为再也不会有这么多贫困的人了。但现实是，绝大多数人都还没有学会要给自己准备一个计算器，要开始计算——因此，你应该注意了，这一定会使你比其他人更占上风。

所以，去买一个那种能处理复利问题的财务计算器吧，并学习如何使用它。我经常会用我那可信赖的计算器去验证某幅图中的东西，所以，请你用自己的计算器来验证我的论断。学会计算回报率将使你在面对各种金融现象时更加自信，同时还能有助于你揭开全球各类金融卖家所兜售神话的秘密。

那么，这里的金融卖家都有谁呢？他们中的很多人是参议员、州长——是的，甚至包括总统大人；其中有些人试图夺走人们的工作；有些人想出售点什么东西给你（为了赚取佣金）；有些人是想获得头条的记者；还有些人则手握镰刀随时准备行动，只要你给他们一点点机会，他们就会像收割韭菜一样把你的钱变成他们的。如果你能够对复利技术有深入的认识，深入地掌握本书中的这些图试图传递给你的经验教训，那么你应该能将他们中的大多数都阻挡在门外，或者至少能让你看清楚他们的真面目。

举例来说，有些政客希望你能投票给他，让他来治理我们的经济顽疾。但你开始觉得有点看不明白了：我们总是不停地在选举他们，而他们总是不停地在治理我们的经济顽疾，这看起来像是陷入了越治越糟糕的恶性循环，怎么会这样呢？实际上，政客们是无法修补世界的，他们只会让情况变得更糟糕，因为虽然很多人都难以想象，但不可否认，我们都是全球金融化经济的一个部分。我们一直以来，或者至少说在最近几个世纪以来，都是这样。要让我们的政客们去战胜全球的发展趋势，这是难以做到的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球性金融

当我们的市场走势升温时，伦敦和布鲁塞尔，甚至马来西亚的市场也在回暖。当我们的利率提高或者下降时，巴黎、东京、多伦多、安的列斯群岛和巴西的利率很快也会出现同样的变化。从很大程度上来讲，经济的繁荣和衰退都是全球性的。

当然，某一个国家可以脱离与世界的同步，将自己独立起来，但它的政治家是不可能将这个国家的经济搞得比其他国家好出很多的。华尔街从曼哈顿岛起步后，发展从未停止，从几根电话线发展到环绕全球的交易。就像你将从本书中学到的那样，实际上，远在电话出现以前，甚至远在华尔街诞生以前，华尔街之舞就舞遍了全球。因此，当政客们使出精心策划的计谋想要改变旋律时，金融世界的舞曲始终都在他们身边演奏着。而且，如果华尔街上的人们想要开个派对，那么就算全球的政治家们联合起来也无法阻挡他们。一句话，华尔街的力量惊人。

在接下来的篇章中，你将感受到金融的全球化本质，看到今天的舞步与几十年前甚至几个世纪以前的仍一样。在1720年，他们跳的是“南海泡沫”和“密西西比股市泡沫”；接下来，到19世纪中叶，他们又开始跳“旧铁路业的繁荣与衰退蓝调”；在20世纪20年代和最近，“公司并购热潮”乐此不疲。直到今日，“蛇形”的收益率曲线仍处处流行。当然，像“利率扰动”和“康德拉季耶夫长波理论”等从来没有停止过。

华尔街之舞从来就没有停下来过，我希望它在将来也永远不会停。只要资本还在，这支舞就一定会继续跳下去。资本是推动我们前行的动力，它推动我们从传统金融时代跨进了令人惊奇的微电脑控制时代（强大了“人类的力量”），并发展了现代医药技术（可延长我们的寿命）。

那么，有什么可以成为资本的真正威胁呢？是否存在任何真正的风险因素可以让我们的舞蹈停下来？答案是肯定的！你手中的计算器和一份美国政府预算的复印件就能告诉你这个令人遗憾的现实，而且这个因素无关政府赤字或者联邦债务，稍后你将从本书呈现的“政府表现”中看到这一点。但是，如果我们的政府一直坚持像过去20年那样，不断扩大它的规模，使联邦债务规模的增长率高于我们的国民生产总值增长率，那么，不出100年的时间，美国政府便会花光它的所有。到那个时候，华尔街金融市场将分崩离析，华尔街之舞也将停止舞动！这就是即便很小的复利率差异也能拥有的力量。当前，人人都在谈论政府赤字和联邦债务，却没有人关注真正的杀手——像癌症一样的政府预算规模扩张，这是非常令人遗憾的。

不过华尔街对此可能并不会太过关注。正如你的财务计算器会告诉你的，将任何事物的价值按100年进行折现就几乎都是0了。华尔街不会因为担心政府的费用而放缓它在未来几十年中的节奏，它会像过去那样持续下去——像本书所介绍的那些经验教训一样继续演奏着。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一步一步地来

本书中的每一个故事都是与它的图相搭配的。从表面上看，每一幅图都有自己的故事，不受什么特定主题的约束。每一个故事也只跟相应的图配套。举例来说，书中有些结论看起来是互相矛盾的，那是因为这些互不一致的结论都是单独根据与之配套的图总结出来的。

因此，本书看起来会比较混乱，没有对相关金融世界进行有效的组织。与单纯的华尔街相比，本书的论题遍布全球，而且大部分论题都没有定型，内容组织呈“T”形，纵横贯通。

也许只有当本书能帮助你赚到利润时，你才会对本书感到满意。其实既然这么长的时间以来，大多数人都在华尔街金融世界里赔了钱，而他们还继续乐此不疲地游戏。那么，为什么你就能躲过这一劫呢？我们不可能全都成为华尔街上的赢家。这支舞的本质就在于我们中的一些人必须要让自己当傻瓜，这样才能使其他人看起来像明星一样。

如果上面这些对你来说还有点接受不了，那么，请记住你能接受的就行了，华尔街之舞确实应当一步一步地慢慢跳。要把华尔街之舞跳好，关键不在于你的舞步是否时髦，而在于你是否真正融入了这支舞，并且在最后还能保住你的财务基准。你也许永远都不会成为股票市场的最高指挥官，但是，如果你愿意做那些你的竞争对手们大都不愿意去做的事情，并且肯花时间好好学习一下关于这支舞的经验和教训，那么，你至少不用担心自己会成为舞池中的傻子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

再谈《华尔街之舞》
原版序

第一部分 股票市场

1 市盈率：历史与现状 / 8
2 再谈市盈率 / 10
3 从市场中赚个好回报 / 12
4 收益率比较：股票与债券 / 14
5 价格 / 股利比率的长期趋势 / 16
6 市净率：按账面价值定价 / 18
7 价格 / 现金流量比率：隐藏的转折点 / 20
8 一则关于《超级强势股》与《福布斯》杂志的广告 / 22
9 金融先生与金融夫人：绝对不同的个性 / 24
10 没那么好预测：56 年来的股价与利率走势 / 26
11 价值线工业混合指数：适合出版的全部数据 / 28
12 各类证券的财富指数，看看赢家是谁 / 30
13 海外投资与多元化 / 32
14 海外股价走势：七个市场的比较 / 34
15 加拿大的股票市场 / 36
16 股票价格与国民生产总值 / 38
17 增长的溢价 / 40
18 成长股的震荡走势 / 42
19 “IPO”意味着它的价值可能被高估了 / 44
20 “醒醒吧，投资大众” / 46
21 与资产有关的收购策略 / 48
22 悄无声息的股市崩盘 / 50
23 跟随移动平均线 / 52
24 重大新闻对股市的影响 / 54
25 股票价格与经济萧条 / 56
26 九大重要的股票市场周期 / 58
27 繁荣的 20 年代还会重现吗 / 60
28 市盈率可产生欺骗性误导 / 62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

29 明确的预警 / 64
30 大公司不一定总是买得最划算 / 66
31 远离优先股 / 68
32 2% 法则 / 70
33 把富人们忘掉的记住 / 72
34 铁路公司股票的月度价格变化：1843 ～ 1862 年 / 74
35 18 世纪的金融波动如何？值得信赖的经验 / 76
36 南海事件图 / 78
37 190 年间的股票市场走势 / 80
38 请算算他们值得雇用吗 / 82
39 成为百万富翁的两种方法 / 84

第二部分 利率、商品价格、房地产和通货膨胀

40 利率曲线走势 / 92
41 长期利率：全球经济范围下的四国走势 / 94
42 似乎互相绑定在一起的收益率 / 96
43 蛇形曲线 / 98
44 为什么利率会与油价扯到一起 / 100
45 高利率曾像屡赶不走的噩梦 / 102
46 来自英国统一公债 125 年走势的启示 / 104
47 英国的沉着坚定，底蕴何在 / 106
48 当高意味着低，或者低却表示高 / 108
49 美国与英国的批发价格对比 / 110
50 英格兰南部的物价变化 / 112
51 批发物价水平变化 / 114
52 通货膨胀：美国的经验与教训 / 116
53 黄金：物价波动的试金石 / 118
54 三个不同国家的价格走势 / 120
55 避免战争的一个教训 / 122
56 别无选择，只能上涨吗 / 124
57 长期持金者遭受冷遇 / 126
58 房地产行业的长周期 / 128
59 乡村房地产的真实故事 / 130
60 农场房地产从来都不是最佳投资选择 / 132
61 美国住宅价格走势 / 134

第三部分 分析经济周期、政府财政和政客的江湖骗术

62 一分钟经济走势备忘单 / 142
63 你从这种模式中能看出什么 / 144
64 失业率与 1% 法则 / 146
65 汽车销量与股票市场走势 / 148
66 住房开工量：逆向观察 / 150
67 英国的失业率变化情况 / 152
68 一个关于资本支出的神话 / 154
69 南非的黄金：到底有多重要 / 156
70 劳动力成本真的过高吗 / 158
71 用电量与经济增长 / 160
72 原油供应：一个政府参与的传说 / 162
73 学习曲线并不是由得克萨斯人首先发现的 / 164
74 做知情人，还是被蒙在鼓里 / 166

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

75 税收：美国的演变历程 / 168
76 政府规模的增长：整体情况 / 170
77 稳步发展的州和地方税 / 172
78 各州的背叛 / 174
79 不能量化的拉弗曲线 / 176
80 联邦税收的故事 / 178
81 夸海口要平衡预算 / 180
82 “肥猫”山姆大叔的房地产诡计 / 182
83 国防支出与国民生产总值 / 184
84 不被经济学家认可的经济周期 / 186
85 太阳黑子的活动规律 / 188
86 熊市与女人的裙子长度 / 190
87 别买那些需要喂食的东西 / 192
88 华尔街的巫医 / 194
89 自然的诅咒与金融 / 196
90 别把你的藏身之所都输掉了 / 198

结论 / 200
附录 A 吓唬小孩的鬼话 / 204
附录 B 更新的图例 / 207
供给与需求：真正的驱动力 / 208
负债、联邦政府与吸毒者 / 210
恰如其分地看问题 / 212
致谢 / 214

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

股票市场

如果有人告诉你他已经弄懂了股票市场，摸透了其中的规律或者能将这个市场玩转，那么这些人一定是疯子。如果有人说，某个股票市场指标是全能的，单凭它就可以预测出市场的未来走势，那么这些人更是疯子。这就是本书为什么要向大家提供 90 幅图的原因，因为在这些图当中，藏着无数的事实。如果说，要选择一条参与股票市场活动的最高原则的话，那就是，在股票被过度定价时，一定要逃离。有些人会愿意支付高价去买入，还有些人则一直持有他们过去在合理价位所买入的股票，直到股票价格涨到离谱的时候都还不愿意出售，这两类人的结局都不怎么好。

这些人愿意在高位买入或者持有至“死了都不卖”境地的原因很可能是，他们对于价值了解得太不够了。要想学习什么是价值，你可以读的书很多，也可以去听听投资学方面的课程，或者看看这个世界在这些年的变化。再或者，你也可以花上大约 1 个小时的时间，看看本部分中将要介绍的图，看看你从这些上百年来的有价值数据中能悟出些什么道理来。

股票市场操作策略

本书前两幅图为你介绍过去 100 多年来股票市场的市盈率（P/E）分布情况。从这两幅图中，你很快就能看出，当市场平均市盈率低于 10 的时候，总是绝佳的买入时机；你还会发现，一旦市场市盈率超出 15 或者更高，失望往往就会接踵而至。不过，这个规则存在例外吗？当然！对于这支华尔街之舞来说，美妙之一恰在于每一步都可能会有例外出现。

这就是其他几幅图想要说明的问题，它们从整体上再次描绘了股票市场的真相。比如，其中一个例外就出现在 20 世纪 30 年代，在经济严重不景气的时候，股票市场的市盈率却高企不下。这是因为，虽然当时股票价格也在下跌，但企业的盈利跌得更厉害，那个时候也是少有的最佳买入时机之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一。不过，如果你只关注市盈率的话，就肯定会错失那次机会了。因此，在看了这些图之后，你肯定会得出结论，也不能将市盈率这个指标太当成一回事了。

图 3 和图 4 就会帮助你形成这样的观点。虽然在短期内，企业的盈利并不是驱动市场变化的主因，但从长期来看，企业的盈利能力是决定股票价值的关键因素。不仅股票价格与企业盈利之间具有明显的相关关系，而且，图 4 会告诉你，如果你将市盈率转化为它的倒数，就可以得到盈利 / 价格比率（E/P），这个指标就类同于一种投资报酬率，刻画来自企业盈利的投资报酬，从长期来看，这个指标应当高于长期债券的投资收益率。

如果你同意从长期来看企业的盈利情况是非常重要的，那么，在盈利艰难的非常时期，例如，1932 年时，我们应当怎样为公司股票定价呢？或者说，要跌到怎样的程度才能算是到了低位？这时，你可能就会开始考虑观察一些比率了，比如，价格 / 股利比率，或者市净率，或者价格 / 现金流量比率，或者市销率等。这些比率能让你仍然跟上华尔街之舞的旋律。当市场定价已经超过了公司股利水平的 28 倍，或者账面价值的 2 倍，或者当年现金流量水平的 10 倍，或者等于当年的销售总额时，你就可以说，此时的价格已经涨得太离谱了，人们应当开始感觉害怕了。

当长期利率处于高位，且不再持续上升时，股票也是不能碰的。因为从长期来看，盈利 / 价格比率与债券收益率应当是步调一致的，因此，利率上涨必然是股价下跌的前兆。图 9 和图 10 介绍了过去 118 年的情况，能让你清楚地认识到这个问题。图 9 表明，急速上涨的长期利率常常会触发股票市场的危机，而如果看图 10，你则会发现短期利率的上涨并不具有这样的威慑力。

除了去感知和判断价值以外，投资者还可以从其他方面来努力。比如，你真的了解股票的表现与债券之间的关系吗？自 20 世纪 20 年代中期以来，股票投资的收益率比债券、房地产、国库券、黄金、社会平均通货膨胀率以及其他任何投资工具的表现都好。自从股票投资从 20 年前开始繁荣以来，再加上本书中其他图的数据支撑，我们可以负责地说，即使顺着历史再往前推，股票投资的平均业绩相对其他投资品种来说都是相当不错的。在图 12 中，你能看到过去 60 年的股票投资收益分布情况。

华尔街：缠绕全球的路

最近华尔街流传着一个神话，说通过买入海外的股票来进行分散投资，就能够以更低的风险获得更高的回报。我可以从几个方面来说明这种说法是愚蠢的。如同本部分中多幅图所展现出来的，到其他主流的西方股票市场去进行投资，实质上并没有产生真正的分散投资效应。只有当全球股市不会在同一时间段内同步起伏时，才会存在真正的分散投资效应。但事实是，全球股市在绝大多数时间里都是同步波动的，甚至还经常连波动的比例都大致相同。英国的市场已经越来越接近美国的市场，而加拿大的市场与美国的基本就不存在什么区别。日本、德国、法国、荷兰和意大利等国的股票市场也都与美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国的股票市场紧密联系在一起。

华尔街其实是一条延伸环绕全球的道路，同步波动其实才只是它的一个侧面。通过投资海外市场，你确实能够得到真实的分散投资效果，但要真正做到这一点的话，你就必须要进入那些像马来西亚和肯尼亚这种地方的小市场才行。不过在这样的市场当中，你能得到多少真实的信息呢？我想不多。我们总是认为自己是不同于他人的，在某些方面我们也确实如此，但是，不光是在这一部分中，实际上即使翻遍全书你都会发现，美国经济其实只是全球金融环境的一个组成部分，并且一直以来都是这样。整体而言，只要资本是流通的，全球的股票价格、其他金融工具的价格、商品价格和通货膨胀情况都是一起波动的。

比如，有很多人都比较以自我为中心，他们认为1929年的股灾单纯只是美国的事情。在图29中，你会看到，其实这是一次全球性的灾难，最初是从欧洲开始蔓延起来的。如果不那么以自我为中心的话，那么美国投资者在当时看到欧洲市场的情况，就可以把它当作即将到来的1929年股灾的预警。实际上，这场发生于1929～1932年的大灾难相当吸引人们的注意，世面上流传着太多关于它的错误信息和无稽之谈，因此，本书专门用了好几幅图来说明这场史无前例的灾难性市场崩盘——说它是史无前例的，主要指市场下跌的程度，而不是为了要避免在这样的灾难中遭受损失，你应当注意哪些警示讯号。实际上，最让人害怕的是1928～1929年的市场与1986～1987年的市场有着高度的相似性，不仅是说这两个时期的市场在价格上涨（详见图27）和市盈率分布方面有多么相像，而且在这两个时期当中，市场上所流行的公司并购狂潮（详见图21和图30）也如此一致。

投资的经验与教训

15年来，作为一名职业投资人，我在这条艰难的路上学到了不少经验和教训，其中之一就是躲开初次公开募集股份（IPO）的公司。公司都是选择对它自己和原有股东最有利的时机进行“公开”募股的——绝不是你的最有利时机。IPO是公司通过出售新的股份来筹集资金的一种方式，显然，只有当公司认为这样的筹资方式成本最低时，才会选择IPO。在IPO中，公司会使出它们的浑身解数，卖力地推销自己的股份。这些股票通常也被归为高风险的成长股，实际上，所有被称为成长股的股票都是投资风险非常大的。

我为《福布斯》杂志撰写“成长股”专栏多年，可以告诉大家的是，当一只股票已经被很多人当作“成长股”时，你已经错失了买入机会。只有那些大多数人还没有关注到的股票才具有真正的潜力，等到大家慢慢发现这只股票的增值空间时，他们才开始惊诧，然后随着越来越多的人开始关注这只股票，股价就会一路升高。如果某只股票已经作为“成长股”而备受瞩目了，那么，即使这家公司的收入和盈利增长都令人陶醉，那也只是迎合预期而已，不能带来预期之外的惊喜。对于一家众人都看好的公司来说，无论它的业绩如何，如果不能达到大家的预期，那么就会让投资者感到失望，从而引起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抛售股票。

图 18 可以作为上述观点的论据。从这幅图中，你会看到一个公认的成长股指数却远远跑不过大盘的平均水平。讽刺的是，你也可以反过来将这种现象应用到股价低迷的时期。成长股指数的市盈率通常都高于大盘整体的市盈率，因此，当你发现前者与后者竟然基本相同时，那就说明大家对成长股没有过度狂热了。当大家都不愿意为增长预期而支付价格时，说明市场情绪已不乐观，而那时，正是买入几乎所有股票的好时机——无论是成长股还是非成长股。反过来，无论在任何时候，当成长股的市盈率水平相对于市场整体市盈率水平平均达到 175% 以上时，说明投资者对成长股太过狂热，从整体上看，股票价格已经处于高位，是时候清仓出局了。

第一部分的图中还包含了其他的一些投资经验和教训。你会发现，消息对于股票市场的影响程度实际上比大多数人所想象的要小得多。华尔街舞曲的旋律是由强大的鼓手敲出的，而不是在报纸头版上闪过的几个标题就能带跑的。要想根据对未来经济的预期来看透股票市场的发展前景几乎就是不可能的，反过来，根据股票市场的表现，却常常可以预测出经济下行期的到来。从这些图中，你还会看到为什么我不喜欢优先股——因为它们根本就不参与华尔街舞曲的演奏（投资回报不佳）！最早用“优先”这个词来命名这类金融工具的人，一定是没有看过这类金融工具的长期投资回报图示。透过这些图你会发现，从历史上来看，牛市的长度平均为 3 年，而熊市的长度略短，大约为 2 年；而且，在不景气的时期，平均每月的下跌幅度为 2%——不算太少也不算太多。上面这些经验和教训，你都可以通过阅读本书，以一种非常容易记住的视觉化方式获得。

以古通今

在这一部分中，你将会看到一些古老的事实，然后发现这支疯狂的华尔街舞曲其实早在华尔街真正诞生以前就已经奏响了。你将看到英格兰银行的股票价格在 1732 ~ 1846 年的波动情况；你将听到我最喜欢的金融故事——南海泡沫事件。可能以前你早已听说过这个故事了，但我敢打赌，你肯定还没有见过关于这个事件的权威图解。

我把这个故事讲得非常简要，因此没有什么可以妙语生花的空间，但这个故事却是 18 世纪 20 年代金融周期的全球化本质体现。在这个故事之后，经济史学家经常会再讲另一个与之相似的故事——约翰·劳（John Law）的法国密西西比泡沫事件。不过史学家们并没有注意到，这两个影响面广并且极具杀伤力的投机狂潮都是各自经过了多年才形成的，一个在英国，一个在法国，它们同时在 1720 年的 7 月达到狂热高潮并爆发——只不过一个在英吉利海峡的这一头，而另一个在那一头。这种“巧合”清楚地表明，早在大多数那个时代的人相信股票可以用来交易之前，半全球化的金融市场其实就已经形成了。

在近代部分，你将看到从 1790 年开始，美国股票价格在最近 190 年来的走势情况。然后是 19 世纪中期铁路业的兴衰，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有传奇色彩的 1907 年大恐慌、富人恐慌事件[一]（the Rich Man's Panic），每一个故事都可以给我们上一课。

本部分的最后一幅图（图 39）是最具有说服力的，它说明了复利的力量，告诉我们可以如何借助复利来摆脱财务困扰。实现轻松财务实际上比绝大多数人所想象的要简单，只是不太容易理解罢了。你所需要做的只是从成年开始就存一点钱，将它们投资于收益略高于平均水平的某个地方——比如买入那些比市场整体表现好一点的股票。

股票市场是很滑头的——可以说，这是世界上最为变幻莫测的领域之一，所以才会有像本书这样的著作出版，来对它进行解释。不过本书的目的并不是专门介绍它的各种花招有多么复杂。学习这一部分中的图表故事，并不能让你得到华尔街之舞的全部问题答案，掌握它的全部舞步，但是，绝对可以让你比你将会遇到并与之竞争的其他投资者了解更多。你将能对华尔街拥有自己的观点，而这一点是其他投资者可能要通过多年的实践经验才能得到的，或者甚至是从来都无法得到的。

2007 年作者注释：再版补充

通过细读每一幅图和最新的评注，你可以了解到我现在的更多想法。不过，请允许我在这里先介绍几个主题。我肯定不再相信只依靠市盈率本身就能预测未来的风险或回报了——在我和我的好朋友迈尔·斯泰曼（Meir Statman）合作的一篇学术文章里，我们已经证明了市盈率是不具有统计意义的（你可以在网上查找到这篇文章，题目是"市场预测的认知偏差"，最初发表于《投资组合管理月刊》2000 年秋季版[二]）。不过，其实早在这篇文章之前，大约 10 多年前我开始为《福布斯》杂志写专栏的时候，我就认为市盈率本身是不具有预测作用的。之所以这样认为，部分原因是市盈率本身并没有考虑到各种长期资金的成本，还有部分原因则是当我们讨论对市场的看法时，一方面取决于市场本身；另一方面则取决于人们对市场的理解。

在市场中，人们的感知是现实的，但却是相反的。当大家都害怕高市盈率的风险时，其实风险并没有那么可怕，因为市场情绪中所包含的恐惧已经将风险释放了。当人们都不再对高市盈率的市场感到害怕时，这才是真正的风险时刻。在低市盈率市场中，这个道理也是一样的，只不过作用的方向是相反的而已。大家认为市场是什么样子的与这个市场本身是什么样子的，同等重要。

行为金融学认为，人们都具有因为框架（或说法、表述方法，framework）改变而受愚弄的倾向[三]。因此在市盈率方面，人们吃了不少苦头。用两种不同的方式来表达的

[一] 指 1900 年年初的股市狂热。——译者注
[二] "*Cognitive Biases in Market Forecasts*", *Journal of Portfolio Management*, 2000 Fall.
[三] 即框架效应（framing effect），对同一个问题采用两种在逻辑意义上实质相似，但表面不同的说法，会导致不同的决策判断结果。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎同样的信息，常被人们当成完全不同的信息来对待，但其实它们实质上是一样的。对高市盈率的恐惧来自一种年代久远的表达认知偏差（有人做过这方面的行为金融学研究）——对高度的恐惧。我们的祖先对高的东西有一种与生俱来的害怕，因为在很早很早以前，大家就知道跌倒是有风险的，而且从越高的地方跌下来，风险就越大。因此，如果用高度来描述信息，人家就会倾向于害怕。高市盈率给投资者的感觉是下跌的空间非常大——而从很高的地方跌下来会感觉非常痛，甚至丧命。是的，没有人喜欢下跌，但这并不能说明高市盈率就意味着将来会下跌。

如果我们将市盈率转换为盈利/价格比[⊖]，那么，同样的信息就可以有不同的解释。20倍的市盈率是很常见的，15倍的也不少，因此，如果一只20倍市盈率的股票在短期内跌去25%的价格，显然就会被认为是风险很大的股票。但另一方面，如果我们将这两个市盈率转换为盈利/价格比，那么，20倍市盈率的股票对应的盈利/价格比为5%或1/20，而15倍市盈率的股票对应的盈利/价格比则为6.7%或1/15，盈利/价格比的上升意味着节约了资金成本或者改善了投资收益，人们就没有那么害怕了——尤其是如果我们将盈利/价格比与长期借款的税后资本成本进行比较的话。这能让你更加看清市场的运行情况。

但是，人们还是总感觉有什么东西在影响着这个市场（通常是很长期的影响），大家都疑惑这个东西到底是什么呢？所以，我现在不再将市盈率或者其他空洞的比率作为一个可以用来预测市场整体走势的筛选性指标了。不过，按照市盈率或者盈利/价格比来选择某个别股票或者用于类似股票之间的比较还是可以的。

本次再版中另一个重要的观点改变是全球化分散投资问题。在过去，相对其他人来说，我正确地看到了国外市场与美国市场之间的关联性——即使在今天仍还有很多人没有认清这一点。但是在当时，我错误地认为国际化投资并没有什么特殊的价值，可现在我再也不这么看了——我已经踊跃地全球化了！全球化投资为我们提供了非常多的风险管理机会，即使别国市场与美国市场在规模和发展情况上都比较相像，分散投资的业绩也会胜于在单一国家投资的业绩。现在，如果你认为投资美国的股票会有不错的业绩，那么投资外国的股票同样也能取得优秀业绩——美国与美国以外的发达国家之间的关联程度已经密切到了这样的地步，而你可以选择的投资品种一下子扩大了一倍以上，这不是很有意思吗！

在上一版中，我还有一种价值股投资偏见。为什么说是偏见呢？我曾经帮助定义了“小盘价值投资”股票类别，并以价值投资者的身份取得了早期的成功（当时非常流行价值股概念）。但是后来，我发现市盈率高的股票并不意味着投资风险就会很高，所

⊖ 市盈率＝每股价格/每股收益；盈利/价格比也叫股票投资收益率，等于每股收益/每股价格，这两个比率互为倒数关系。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以现在我认为，从长期来看，没有任何类别的股票会天生就优于其他类别。如果只看短期，总是会有某一类股票成为热门股，不过紧接着就会有大量的这一类股票供应上市，随后便冷却下来。接下来，等某一类股票变成了冷门股，公司便会慢慢回购这类股份，造成市场上流通股份的减少。直到最后，技术类、能源类、消费品类、房地产投资信托基金、制药类……只要你能叫得出名字来的，每一类股票都会有它的风光之日。价值股会变为成长股，而成长股也可能会变成价值股。在从事投资工作的早期，我认为价值股会更好一些，但这只是我当初的偏见而已（当然也与一些数据不真实有关）。如果你像我一样在资本的圣坛上祷告，你就会知道一直坚持只投资一类股票是不对的，这必然会导致你失去很多投资机会，而错失投资机会真是糟透了！

让我们顺着华尔街之舞的步调慢慢去领略吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 市盈率：历史与现状

我敢打赌，你一定认为1929年美国大股灾时的市盈率高得不得了吧？但实际上，你的想法是错误的。与1986～1987年股灾时股票市场的市盈率水平相比，1929年时的市盈率其实还低一些。怎么回事呢？当一只股票的价格相对于股票发行公司所取得的盈利水平较高时，我们就说这只股票的价格被高估了。当所有股票的价格相对于公司盈利水平都被高估时，通常说明这个市场已经准备好要从喧嚣中撤退下来了。你很清楚1929年之后所发生的一切吧？几乎每一次当市盈率达到这样高的水平时，市场的表现都很糟糕。1986年，当道琼斯工业指数的平均市盈率达到19倍时，这幅图在我落满灰尘的图书馆书架上发出了刺耳的预警声。

这幅图源自高盛投资公司在1975年发布的一份研究报告，与其他类似的图相比，它特别简洁。实际上，价值线工业混合指数图（详见图11）中有更多关于市盈率的细节信息，但由于它太过复杂，反而不容易让我们得出结论。在这幅图中，粗横线表示20倍的市盈率水平，我们一眼就可以看出的是，市场平均市盈率在20倍以上的次数很少。相反，在绝大多数时间段里，市场的平均市盈率都在15倍以下。

更具有讽刺性的一点是，市场的最佳买入时机，即20世纪20年代股价飙升之前和大萧条之后市场回暖之前，市盈率水平都高得近乎冲天，变得无穷大，如图所示，这是因为那时的企业几乎没有什么盈利。不过，这种情况非常罕见。

你是否会认为1929年时的市盈率也会达到传奇般的冲天高水平呢？这是不可能的！这就是为什么当时很多人都傻傻地持有股票，冲进史上最大的下滑通道。他们根本还不知道股价已经被高估了。最有趣的是，1929年时的市盈率相比1986年时其实还算低的。如果市盈率通常都在15倍以下，那么，这幅图就已经对当前的股票市场发出了严厉的预警。

再版补充

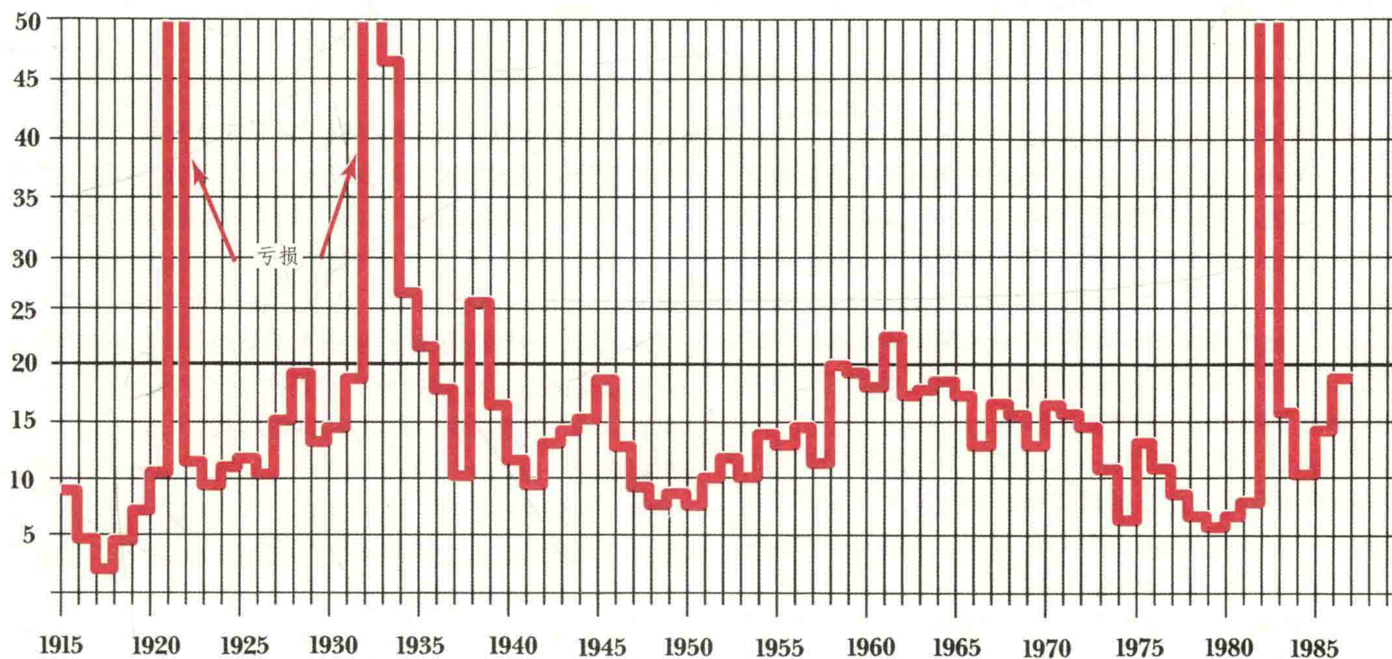
虽然这幅古老的图看起来十分具有说服力，但市盈率其实是不适合用来做远期预测的！这就是为什么你必须常常对你所接受的东西进行质疑的原因，尤其是当这些过去的数据有可能并非“清洁”的时候。利用可免费获得的公开信息和Excel电子表格工具，现在我们已经可以轻松地证明，根据市盈率（无论是高、低还是适度）是无法预测出未来的风险或者回报水平的。

我在最近出版的一本书《投资最重要的三个问题》中，对市盈率进行了深入而简洁的探讨：高市盈率市场有时适合投资，有时却非常不适合。通常情况下，当市盈率比较高时，普通大众都会心生害怕，这时的市场仍然可以正常维持下去，如同20世纪90年代后期那样。但是，当市盈率很高而普通大众还毫不胆怯时，那样的市场就应该看淡了。类似地，当市盈率较低但投资大众都对市场看涨时，市场也并不可怕。在今天看来，更重要的是人们对市盈率水平的反应，因为众所周知，现在投资者情绪已经成为一种信息，并对证券定价起着很大的影响。只是，我们较难确认投资者对市场市盈率水平的感受，并计量它对定价的影响。

同时，由于股票与债券都是可供投资者选择的投资品种，因此，当市盈率水平很高而长期利率非常低时，选择买股票的人会更多，因此高市盈率能够得到支撑。我在原评注的最后之所以会提出忠告，说1987年时的市盈率水平已经“发出了严厉的预警”，就是因为在整个1987年间，直到那一年的股市大崩盘以前，长期利率都处于高位并且还在持续上升。因此，要想对市盈率做出真正的评价，我们需要同时考虑可比长期市场利率的水平和市场大众对估值的整体情绪变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 1　道琼斯工业指数股票的市盈率变化：1915 ～ 1986 年



资料来源：1915–1975, Goldman Sachs & Co., Gary Wenglowski; 1975–1986, data from Dow Jones & Co.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 再谈市盈率

如果你对图 1 还心存疑问，那么，请再看看本图。这幅图是我所见过的最古老的市盈率分布图，由我的办公伙伴们根据考利斯委员会的数据（来源于 20 世纪 30 年代，国会对当时的证券情况和大萧条原因进行的调查）绘制。这幅图列出了考利斯股票指数在 1871 ～ 1936 年的市盈率分布情况，比图 1 早了 21 年。你会注意到，这幅图中 1915 ～ 1936 年的情况与图 1 略有不同，这单纯是由于指数构成的差异所引起的。与道琼斯工业指数相比，考利斯指数的成分股范围更广，因此指数波动性可能更小一些。但两幅图所透露出来的思想是一致的。

首先，请注意在 1915 ～ 1976 年只有 5 段时期内的市盈率是高于 20 倍的（详见图 1），而在本图中，这样的机会只出现过 4 次。其中，有 1 次是在 20 世纪 30 年代很多企业都无钱可赚的时候。当时的市场是消极的，但几近于零的盈利使得市盈率被无限放大了（这种罕见的现象在 1982 年也出现过，当时道琼斯工业指数成分股企业的利润突然蒸发了，市场投资气氛直线变冷，但平均市盈率却高达 100 左右）。从图中还可以看到，在 1893 年和 1894 年，其实也曾经出现过这种现象，只是程度相对轻一些罢了，当时最高的市盈率只达到了 28 倍。在这两年中，考利斯股票指数下滑了 22%，从 43.5 降为 33.9。

这就是著名的 1893 年大恐慌，是那次全球经济大萧条（详见图 63）的表现之一。在这次事件中，企业的平均每股收益跌幅在 57% 以上，这使得市盈率升高到了 28。在接下来的 10 年里，股指翻了一番，说明当时的资产价格确实是非常低的。这种仅在 1893 年、1921 年、1932 年、1937 年和 1982 年发生过的罕见现象是具有历史意义的，当时市场市盈率都达到了前所未有的高度，而资产的价格却低得惊人，这也是仅有的几次高市盈率却值得买入的时机。正是由于这样的原因，我在投资中才不会单独地只依据市盈率的高低来进行买卖决策（详见图 8 的相关评注）。

在绝大多数时间里，市盈率的平均值都略低于 15，很少有大幅低于 15 的时期出现。市盈率低于 10 的情况仅出现在第一次世界大战期间和图 1 里所列出的几个时段。因此，在 20 世纪 70 年代才刚出现过超低市盈率之后，短期内再重复出现这种情况的可能性应当是非常小的。具有讽刺意味的是，在 1917 年，市场平均市盈率达到了有史以来的最低点，仅有 5 倍，但紧接其后的并不是闹哄哄的牛市。1917 年时的考利斯股票指数为 55，到 1919 年时上升至 71，然后在 1920 年又跌回了 55。从图 2 和图 1 中都可以看到，当时的市盈率仍然很低，只有 7 倍。接下来，市场才开始真正启动，一路冲进“喧嚣的 20 年代”，这说明，当时的股票价格确实是非常便宜的。

但最重要的是，在近 115 年以来，市盈率再也没有达到过 1986 年和 1987 年时的高度。在这段时期内，高市盈率仅出现在市场指数下滑而企业盈利能力突然下降得更加厉害的时候。因此，图 2 是对图 1 的加强，说明将来可能会出现股价暴跌。

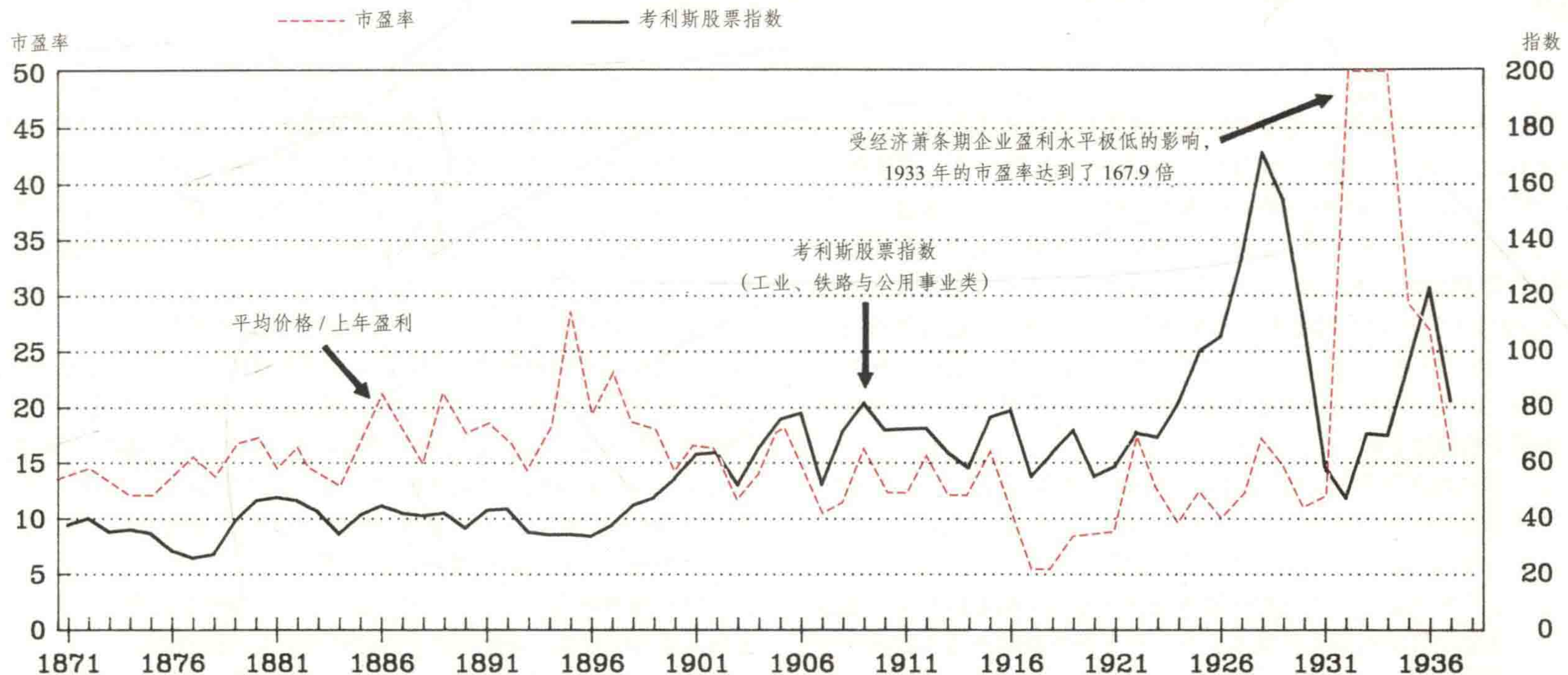
再版补充

你对已知的东西应当经常进行质疑，因为我们总是可以获得更新、质量更好的数据。

市盈率本身对股票的未来风险和回报是没有影响的，只有与长期利率走势和市场估值情况一起进行考虑时才是有意义的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 2　股票指数与市盈率分布情况：1871 ～ 1937 年



资料来源：Cowles Commission All Stock Index.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3 从市场中赚个好回报

“既然企业盈利信息可能带来误导，那为什么每个人都还这么关注企业盈利，尤其是你在这本书里也这么强调企业盈利呢？”（详见图 1、图 4、图 17、图 28 和图 43）从短期来看，盈利信息确实常常会产生误导；不过正如本图所显示的，如果看长期的话，实际上是企业的盈利状况在控制着市场的发展方向。图 3 列出了 425 家标准普尔指数成分股在 44 年的跨度区间内的盈利水平与指数走势。可以看出，这两条曲线在 1945 ～ 1958 年的差距较大，企业的盈利水平较高，而股票价格却处于较低位置。但在图中所列出的绝大部分期间内，企业盈利状况与股票价格走势都是长期吻合的。

企业盈利状况与股票价格走势在长期内呈现出了高度相关的特性，这是由股权投资的特点所决定的。当购入股票成为一名股东后，你就是一家企业的所有人之一了——这里所说的企业虽然是一个非生物存在体，但却充满了生机和活力，具有跟随经济条件的变化不断适应并走向繁荣的能力。比如，假定由于生产成本上升，汽车制造商将不得不提高汽车产品的销售价格。现在，汽车制造商可以通过开展更好的营销活动来让顾客了解为什么他们所支付的更高价格是值得的；或者从降低成本方面入手，尽量不提高产品的销售价格；再或者，也可以投资于一些新的，但经营成本更低的行业领域。只要企业管理层能够不断推陈出新想出新的点子，企业就具有无限的行动可能。

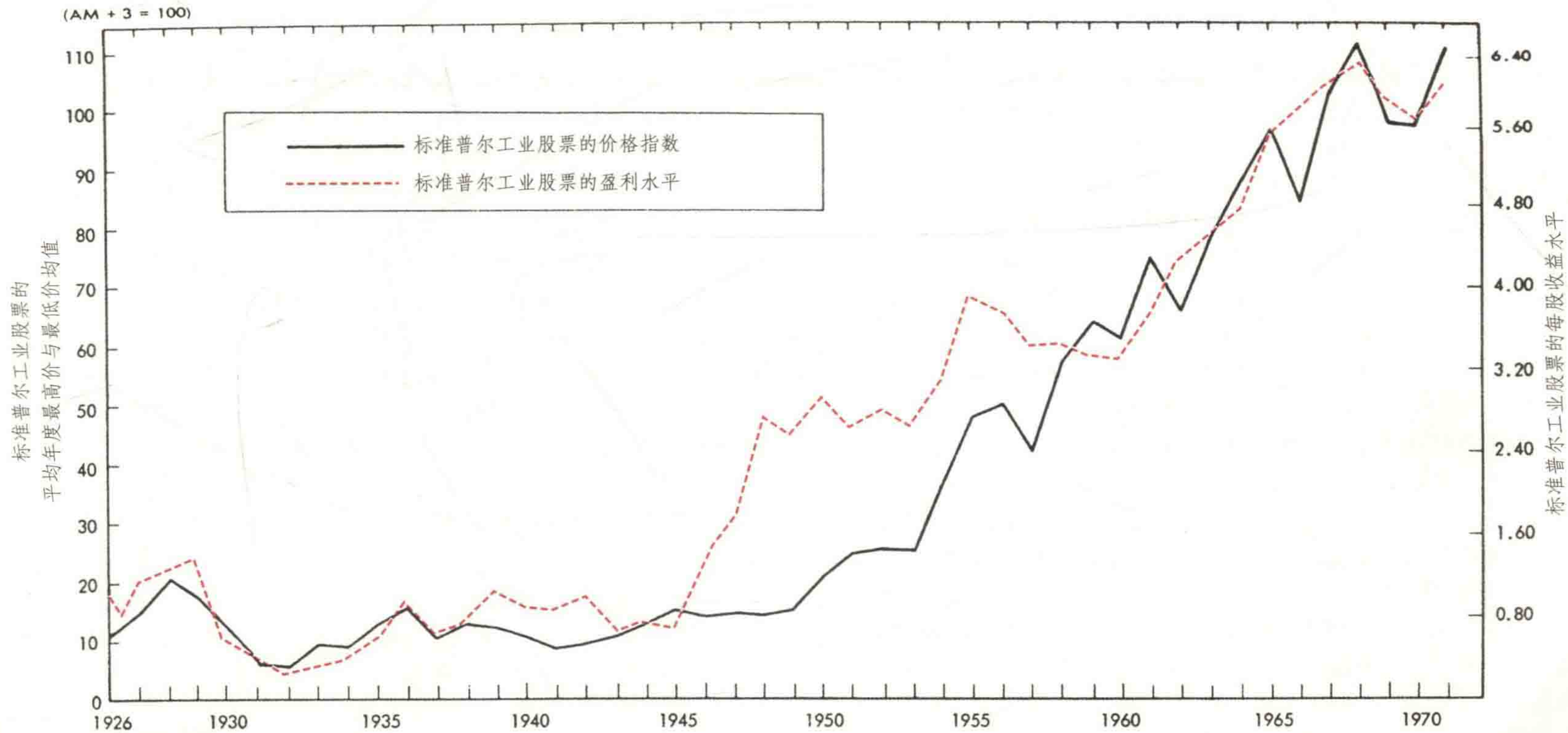
但是，利率的波动会不会对价格与盈利之间的关系产生很大影响呢？从短期来看，答案是肯定的，这也是市盈率指标在短期内常常可能引起误导的众多原因之一。但是从长期来看，利息——即资本使用成本，实际上只是企业众多经营成本项目之一。虽然它也是一项重要的成本，但如果从占销售收入百分比的角度来看，相对于企业的其他重要成本项目——比如人工成本、存货成本，甚至税收成本等，利息的影响还是要略低一点。

如果利息成本上升，在短期内会造成企业盈利水平下降，但从长期来看，企业是具有调整和适应能力，能够应对成本条件变化的。如果企业能从整体上找到获利的渠道，那么最终就能够赚钱来弥补由于利率上升所增加的成本。如果企业无法找到获利渠道，那么它们肯定会削减相应的项目和借款规模，从而降低利息成本。这是对图 43“蛇形曲线”的拓展。高盈利增长率与公司债券利率的上升常常是相关的，而债券利率的下降与盈利增长率的渐逝则是相关的。这就是为什么连续多年，比如 5 ～ 10 年的期间内，一些股票的市盈率都处于非常高或者非常低的水平，但到了适当的时候，市盈率总是会回到历史中位的原因。

图 3 为我们提供的启示是什么呢？请观察连续几年的情况，判断市场是理性的还是处于投资高潮或者低潮当中的。然后思考当未来企业利润率处于合理水平、增长率温和并且市盈率处于历史范围内的中间水平（见图 1）时，市场在未来 5 年内会是什么样子的？如果现在买入股票的话，预期能得到怎样的投资回报？根据这样的思路，我们可以判断出，1987 年年初的股票市场定价略高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 3 企业盈利与股票价格的长期关系：1926 ~ 1971 年



注：图中信息根据 425 只股票的数据整理得到。

资料来源：Standard & Poor's.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 收益率比较：股票与债券

在利率与股票估值之间真的存在着什么有意义的关联关系吗？确实是的！从图4中，你就能从另一个角度看到两者之间这种密切的联系。图4突出了一个投资管理中最为基本的概念，即只有当股票收益率高于债券投资收益率时，股票投资才会有不俗的表现。下面让我们来看看两者之间的具体关系，以及为什么会有这样的结论。

图4中显示了两条曲线，其中细的这一条是在1946～1974年投资于高等级公司债的收益率情况，而粗的这一条则是根据标准普尔500指数计算的股票投资收益率，它等于市盈率的倒数，即用收益额作为分子，用为获得这些收益额而支付的价格作为分母，计算得到的比值（详见图43）。股票投资收益率是用百分比形式来表示的，因此完全可以与债券投资收益率直接进行比较。举例来说，如果某只股票的市盈率为20，那么它的倒数，或者说收益率则为5%（1/20 = 5%）。图4中的数据显示，20多年以来，股票投资收益率总是大于债券的投资收益率。

基于下面这两个原因，面对股票和债券这两个投资品种时，投资者总是会对股票投资收益率提出更高的要求。首先，股票投资的风险更大。比如，企业未来的盈利能力可能下滑，从而损害股东的未来投资回报；而除非公司破产，否则债券持有人总是能得到固定的支付。其次，虽然你所投资的公司可能会赚很多钱，但是，由于公司管理层可能会将大量的利润留存用于企业的未来发展，从而使投资者得不到多少股利分红；但如果是债券投资，则投资人立即就能得到他们的投资报酬——你一定早已听说过这句古老的谚语吧：双鸟在林，不如一鸟在手。

以前，由于政府制定的税收政策对资本收益更有利，愿意发放股利的企业比较少。如果某家企业将它所赚到的利润都留存起来，而不用于支付股利，那么这些钱就可以用来支持公司的增长，创造更高的未来利润，从而使股票价格升高。这样，应税投资者（即投资者个人，而不是那些可以免税的养老基金等机构）从股价上升中可以得到资本性收益。资本性收益所对应的税额相对于将这些现金流量以股利或者利息的形式发放出去所需要上交的税额来说，要少很多。1981年的税法将资本性收益的适用税率从35%调整为20%，极大地刺激了人们的投资动机，从而在历史上第一次出现了股票投资收益率持续低于债券投资收益率的时期。

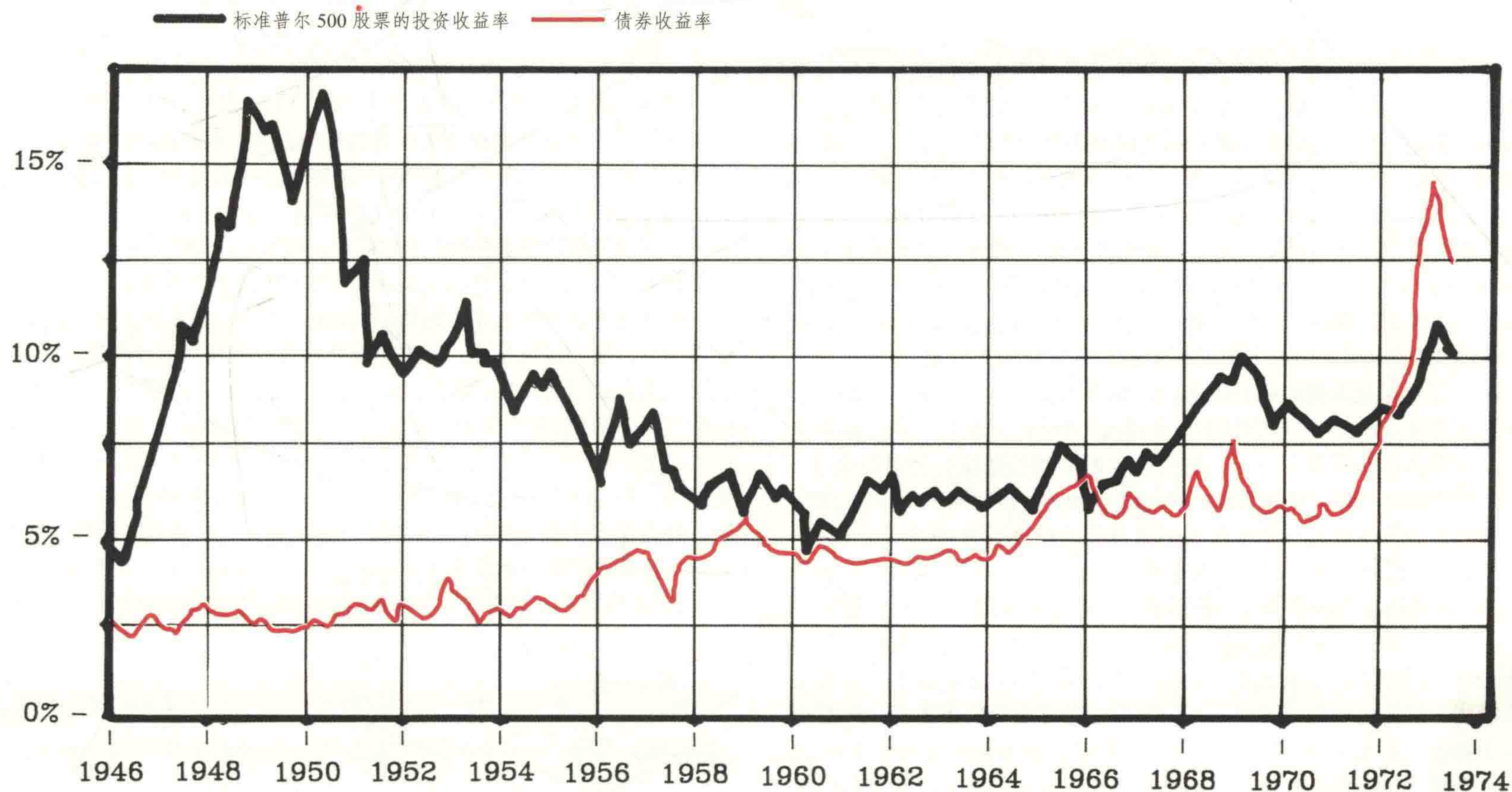
但是，在1986年修订的税法中，资本利得的税收优惠政策已经被删除掉，所有的收益都被要求予以平等对待。现在，受税率下调和大量历史证据的影响，两者之间的关系正在重新转回债券收益率低于股票投资收益率的状态。在不久的将来，这可能会成为一个影响股票价格的真正不利因素。如图43所示，只有当利率大幅度下降，并且企业利润在1986年中期的基础上继续稳步上升时，当前股票价格才是合理的。然而，在当前一片红火的股票市场中，要实现这一点可没有那么容易。

再版补充

股票投资收益率曲线与债券投资收益率曲线之间的这种关系在2007年（即我写作本书的时候）特别明显。首先，债券和股票作为两个不同的投资品种，都在竞争投资者手中的资金。第二，债券的投资收益率实质上就是企业的借款成本率。自2002年以来，当（税后的）股票投资收益率高于债券收益率（税前数，需要调整税收的影响）时，公司管理层便可便宜地借入资金，用来回购公司所发行的股票，或者用现金买入竞争者所发行的股票以赚取利润。这样，流通在外的股份数量就减少了，那么每股对应的利润就会增加，所以每股收益增大，这使股票价格更加具有吸引力。更令人欢喜的是，还有企业用借来的钱进行现金收购和回购，直接减少市场上的股票供应量，使股价走高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4　标准普尔 500 股票的投资收益率与高等级公司债券的收益率比较：1946 ～ 1974 年



资料来源：*The Theory and Practice of Bond Portfolio Management*, Peter L. Bernstein (ed.), New York: Institutional Investor Books, 1977.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 价格 / 股利比率的长期趋势

在图 5 中，我列出了所见过最有力的，且可用来说明股票市场长期发展方向的一个指标。这个指标看起来非常简单，但它的说明能力却非常强大。价格 / 股利比率并不能直接告诉我们当前的市场会往上还是往下发展，不过它对于几年之后的市场走势预测却是相当令人信服的。在图 5 中，图 A 部分主要是背景信息，它告诉我们 1920 年以来的道琼斯工业指数走势，图中实线是道琼斯工业股票在最近 12 个月的股利水平与 65 年来的价格 / 股利比率均值 22.7 相乘后的结果。可以看出，这条实线是紧跟着道琼斯指数的走势而发展的。这说明，在过去的 65 年中，道琼斯工业指数股票的平均出售价格是它们的股利水平的 22.7 倍。

图 B 显示了这个指标的预测能力，它列出了在同样的 65 年期间内，道琼斯指数组合的价格 / 股利比率分布情况。价格 / 股利比率的计算非常简单，即以道琼斯指数为分子，然后除以道琼斯指数组合公司在最近 4 个季度内的股利之和。举例来说，假定道琼斯工业指数为 1800 点，道琼斯指数股票组合在过去一年中所支付的每股股利总额为 90 美元，那么，价格 / 股利比率就刚好等于 20（如果你想亲自追踪道琼斯指数股票组合所支付的股利情况，可参考《巴伦周刊》上的定期报道）。

在图 B 中，一共有三条横向的虚线，其中，中间那条虚线所代表的就是 65 年以来价格 / 股利比率的均值水平，即 22.7。上面和下面这两条虚线则具备惊人的市场预测能力。最下面这条虚线代表市场价格指数刚好等于公司股利水平的 17 倍。当市场价格接近或者低于股利水平的 17 倍时，往往是一场大牛市正在启动。相反，最上面这条虚线代表市场价格指数刚好等于公司股利水平的 28 倍，当股票价格被捧到这么高的位置时，市场总是会迅速调头急转直下——比如在 1928 年和 1929 年，或者虽然股价的下跌并不算猛烈，但却在多年内都难以恢复市场投资信心——比如在 1937 年或者 1945 年。

图 A 和图 B 之间的连接线说明了这个估值模型的使用效果。价格 / 股利比率说明了市场价格被高估或者低估的程度。观察图中竖排的弹头线，可发现将价格 / 股利比率用来预测市场转折点的出现是非常准确的。一旦价格 / 股利比率穿过标准值（比如 17）继续下行时，都是绝佳的买入时机。基于同样的道理，在我写这本书的时候，股票的市场价格平均已经等于公司股利水平的 32 倍了，因此，我对 1987 ~ 1988 年的股票市场并不看好。

要让这种说法更有意义的话，请注意，价格 / 股利比率其实就是股利收益率的倒数。也就是说，如果道琼斯指数股票组合的股利收益率为 5% 的话，那么这时的价格 / 股利比率其实就等于 20（1 除以 5%，得到 20）。因此，当价格 / 股利比率处于高位时，说明股利收益率正处于低位。

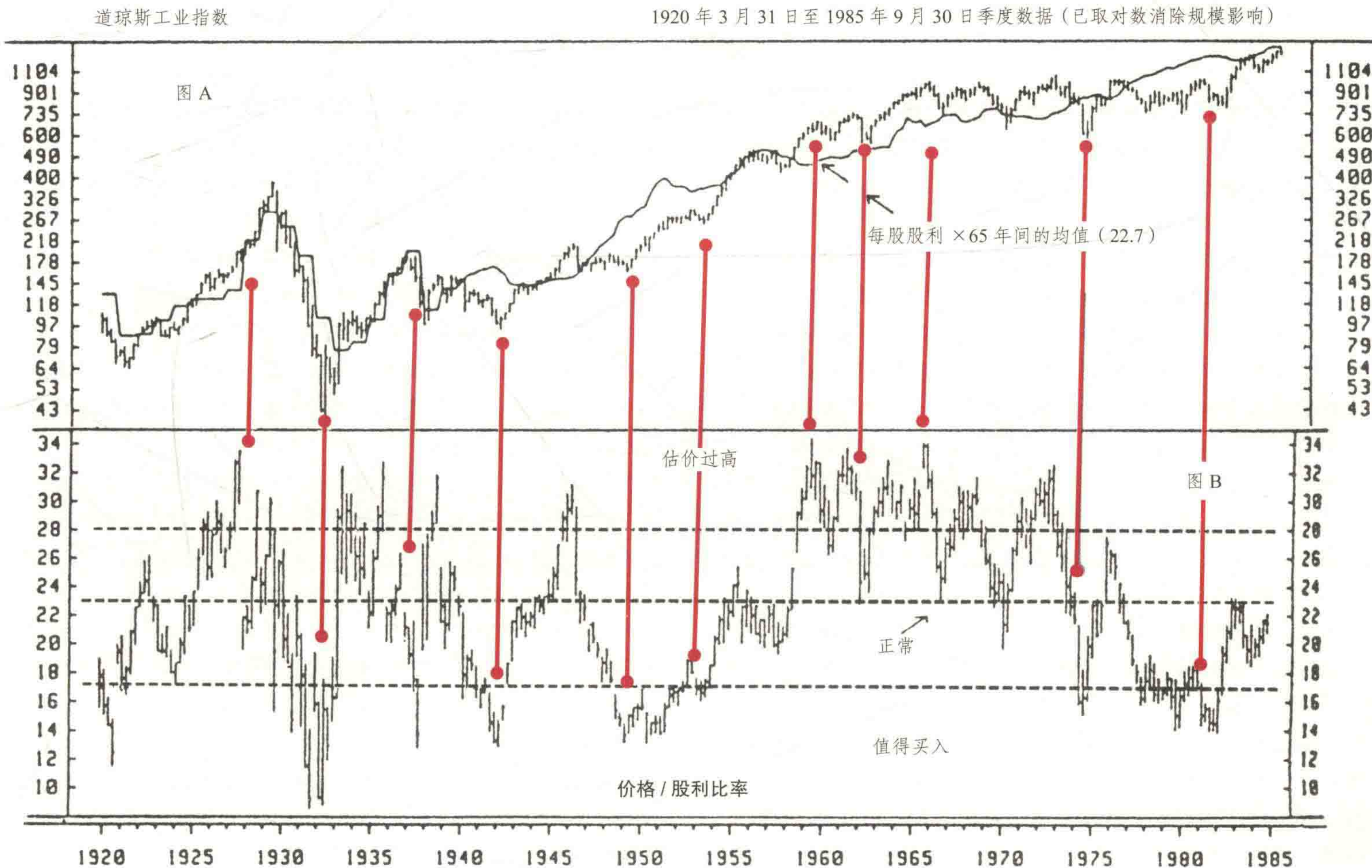
图 5 中的两幅图出自《巴伦周刊》在 1985 年时的一篇文章，作者为克雷格 · 科克兰（Craig Corcoran）。当时，市场价格 / 股利比率的水平是 22，科克兰先生在这篇文章中用这个模型说明了未来价格还有上升的空间。按照他的逻辑，他认为 1 年后市场价格将疯狂上涨，使价格 / 股利比率达到 32 的水平。但非常不幸的是，《巴伦周刊》并没有听进去这条建议。

再版补充

我们不可能去预测 1 年之后的回报率——任何对你说“可以”的人都是不实际的。股票价格是由股票的供给与需求两方面所共同决定的，目前，还没有人能够预测未来的股票供应情况。举例来说，在整个 20 世纪 90 年代，股票的股利收益率都特别低，但投资回报率却非常不错。具有讽刺意味的是，直到今天都还有人利用股利水平来预测市场的走势——就我的个人观点来说，这样做是非常无效的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 5 价格 / 股利比率：1920 ～ 1985 年



资料来源：Craig Corcoran, "All Systems Go," *Barron's*, November 18, 1985.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 市净率：按账面价值定价

道琼斯工业指数果真能像某些作者写的那样，冲上3000点吗？是的，有这种可能，但从历史估值的角度来看，目前要实现这种可能性的希望并不大。这种看法的支持者们预测，股票价格会从1982年1000点以上的水平翻三倍，因为在20世纪20年代和50年代的大牛市中，股票估值都翻了三倍以上。这些分析师们还引用内部的基础数据说：自从20世纪60年代以来，公司盈利和股利都翻了一番，但市场指数在近20年内一直在700点到1000点上下波动——因此可以认为，目前的股票定价太低了，尤其是如果再考虑通货膨胀影响的话。持有上述观点的人注意到，企业盈利的增长导致账面价值也出现了上升——因为不断留存的收益壮大了企业的经营实力。由于会计在报告资产价值时使用的是历史成本，而不是调整了通货膨胀影响以后的资产价值，因此可以认为，这种账面价值（即股东权益，或者资产价值减去全部负债价值后的净额）的上升导致道琼斯工业指数的真实价值被低估了，如果考虑通货膨胀的影响，这些资产的价值更有上升的空间。

不过请注意，图6给出了道琼斯指数与上一年度账面价值之比（即我们通常所说的市净率指标）的分布情况。可以看出，大多数牛市都是在市净率非常低的时候开始启动的。以从1982年开始的这场牛市盛宴为例，启动时的市净率才只有1.10的水平。自1934年以来，道琼斯指数只有一次跌到了接近账面价值的水平，这次事件发生在1979年。在1987年初期，道琼斯工业股的市净率正处于高位（2.02倍），接近52年来的历史最高点，即1965年时的2.36倍。这说明，市净率继续上行的空间已经不大了。

对比图5与图26，你会发现，在市净率高企的时候，股票市场的表现大多不佳。市净率越高，其后的结果越糟糕。如果道琼斯指数真的涨到3000点的话，按现在的账面价值944.97计算，市净率将达到3倍以上——这在最近55年内是从未发生过的。市净率指标在1928年和1929年确实曾经达到了这样的高位（最高时为4.5倍），但后面所发生的故事你已经非常清楚了。那么，如果考虑账面价值的增长可能呢？在1927～1929年，账面价值也是增长的，但增幅只有大约20%。令人非常沮丧的是，当前的道琼斯工业股票账面价值水平比它在5年前的水平还低了3%。所以，账面价值的快速增长问题存在着太多的不确定性。

那么，近期的通货膨胀是否会影响市净率指标，从而使道琼斯工业指数有可能冲上3000点呢？是的，但是这里也存在另外一个问题：股票的盈利是当前的，并未剔除通货膨胀因素的影响。因此，按照目前道琼斯工业组合的盈利水平，即每股115美元来计算，3000点的价格水平意味着市盈率为26倍——比起1986年的市盈率平均水平18倍来说，高出了许多，如果与图1和图2中的历史市盈率水平进行比较的话，更是高得不得了，这种情况在历史上仅在企业盈利水平几近消失的年份中才出现过（1921年、1932年和1982年）。因此，虽然是可能的，但从历史情况来看，让市盈率涨到那样的高度却非常不容易。此外还有一点：如果道琼斯工业指数涨到3000点，那么价格/股利比率将接近历史最高位32，（根据图5）明显已经进入了市场估值过高的警示领域。

因此，虽然人们可以预测道琼斯工业指数将冲上3000点，而且这确实也是有可能发生的，但根据大多数估值模型，这种情况将是极为罕见的——如果万一真的发生了，根据历史数据我们可以知道，那将意味着紧随其后的必然是凶残的暴跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6 市净率趋势：1921 ～ 1986 年



资料来源：上图复制自 “Investment Strategy Quarterly” by permission of Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated. Copyright 1986 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated.

再版补充

20 年后再回看这个问题就更加有意思了。如今，道琼斯工业指数早已突破了 3000 点，并且，随着各种数据越来越容易获得，单凭市净率这个单一的指标已经预测不出什么了。要想跑赢市场，你必须要掌握其他人不知道的信息才行——而市净率本身是无法帮助你实现这个目标的。在一个连续多年通货膨胀，而会计规则反应极为迟钝的世界里，账面价值已经成为一个几乎没有任何意义的数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 价格 / 现金流量比率：隐藏的转折点

是不是所有的股票市场估值指标都指出目前的市场已经被过度定价了呢？大部分是的，但仍然有一个指标认为当前还有上涨的空间，这就是市场价格 / 每股现金流量比率。现金流量等于企业的利润与折旧等非付现费用之和，而所谓的折旧费用是将厂房和设备等资本支出在资产的预计使用寿命期内进行摊销的结果。近年来，企业在资本支出方面所花的钱已经达到了历史高位——这与社会大众的感知恰好是相反的（详见图 68），因此，折旧费用和现金流量的上升幅度也超出了大众的想象。

图 7 列出了 1945 年以来的价格 / 现金流量比率分布情况。按照这个指标的提示，虽然现在市场已经远离了值得买入的区域，但股价上涨的空间却仍然存在。目前，市场标准普尔指数的点位为 400，其定价大约等于现金流量水平的 10 倍左右。在历史上，最近一次出现价格 / 现金流量比率为 10 倍的时期为 1972 年和 1973 年：自那以后，整个市场就发生了巨大的灾难，在 1 年半的时间里跌去了 47% 的市值份额。不过，如果再往前追溯的话，则又是另外一番画面了。

1948 年，价格 / 现金流量比率达到了历史最低水平，只有 5 倍，说明当时的市场股票定价是极低的。果然，最大的牛市盛宴接踵而来，到 1958 年的时候，市场定价已经翻了 3 倍。随着价格的上涨，价格 / 现金流量比率也稳步变大——到 1961 年时，该比率达到了历史最高点 12.5，比 1986 年时的 10 倍水平还高出了不少。但是，如果你在 1958 年当该比率为 10 倍时将股票卖空，那么，你一定会郁闷不已，因为在接下来的 10 年中，股票价格又涨了一倍。1961 年过后，价格 / 现金流量比率开始回落，但受到企业盈利与折旧费用都不断增长的影响，股票价格与现金流量同步上升，于是该比率水平稳定了多年。最后，从 1968 年开始，这个比率随着股票价格的下跌也开始下降。

从当前的市场来看，与 1948 年时的最佳买入点和本次牛市开始以前的 1975 ～ 1982 年期间相比，目前显然已经不再是最值得买入的时机了。但是，自 20 世纪 70 年代末以来的这种发展趋势与从 1948 年开始的发展趋势非常相像。因此，按照这种关系，未来一定还存在着股价上升至历史高位的空间。不过根据媒体的报道，社会投资大众现在根本还没有意识到当前企业的资本支出已经达到了相当高的水平，受此影响，企业的折旧费用和现金流量相对于盈利来说都会很快增长。这是非常有意思的。

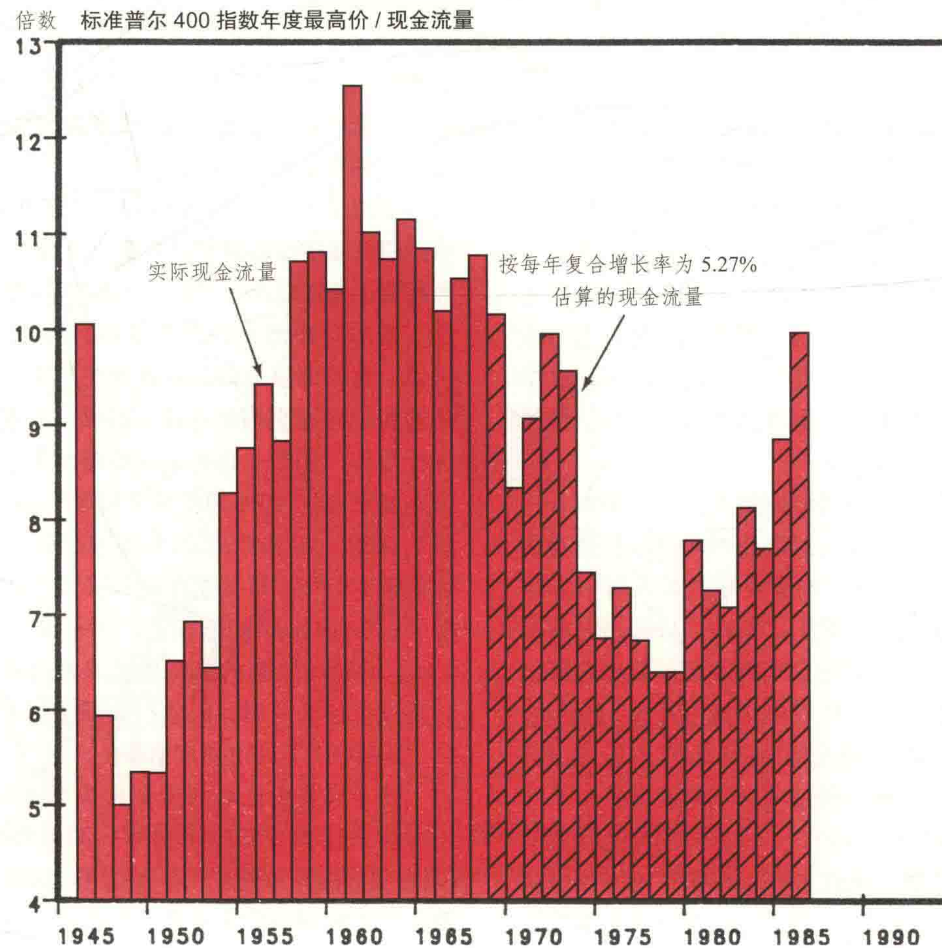
通常情况下，最能推动市场发展的，是被大多数人都忽视了的东西。由于相对于价格 / 现金流量比率而言，很多人都只关注市盈率和市净率（详见图 1 和图 6），因此，很少有人发现，其实当前的现金流量情况已经告诉我们目前市场正处于一个隐藏的牛市转折点。图 7 说明当前的牛市还将继续推动价格上涨，看高未来是应该的。如果高额的资本支出能使未来几年的现金流量再扩大 20%，价格 / 现金流量比率能达到 11 倍，那么，即使企业盈利不出现明显上升，市场也能再上涨 30%，并且还依然没有突破历史高位。

再版补充

我在这里想强调的东西与我对本部分其他图所强调的是一样的。这个指标的工作原理与市盈率非常类似。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7 标准普尔 400 指数年度最高价 / 现金流量比率：1945 ～ 1986 年



资料来源：上图复制自 “Investment Strategy Quarterly” by permission of Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated. Copyright 1986 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8 一则关于《超级强势股》与《福布斯》杂志的广告

怎样判断一只股票的价格是不是真正达到了低点呢？在这个问题上，很多人都会参考市盈率指标。但是，如果某家公司现在还没有开始盈利赚钱，因此无法计算出市盈率，那该怎么办呢？那么接下来就可以考虑市销率（即每股市场价格 / 每股销售收入之比，简写为 PSR）了，市销率能够有效地为股票定价，尤其是在市盈率指标无法适用的条件下。我之所以能够在投资领域崭露头角并且小有名气，就是起源于我对市销率的研究，并将市销率的应用结果公布了出来，因此对我来说，市销率这个指标实在是心头之爱。图 8 就说明了在无法适用市盈率指标进行估值的传统条件下，市销率是如何发挥作用的。

对大公司来说，除非它的市值总额低于其年度销售收入的 40%——当然，最好还能更低点，否则，绝不应当买入这家公司的股票。换句话说，只有当一只股票的市销率低于 0.40 时，才是较好的买入时机。因此，如果一家公司的年度销售总额为 100 亿美元，那么，只有当它的市值总额低于 40 亿美元时，才考虑是否买入这家公司的股票。假定这家公司发行在外的流通股份数量为 1 亿股，当前的股票价格为每股 35 美元，那么，这个时候买入就是可以的（此时市值总额为 35 亿美元）；但是，如果当前的每股价格为 45 美元，则估值就已经过高，不应当再买入了。

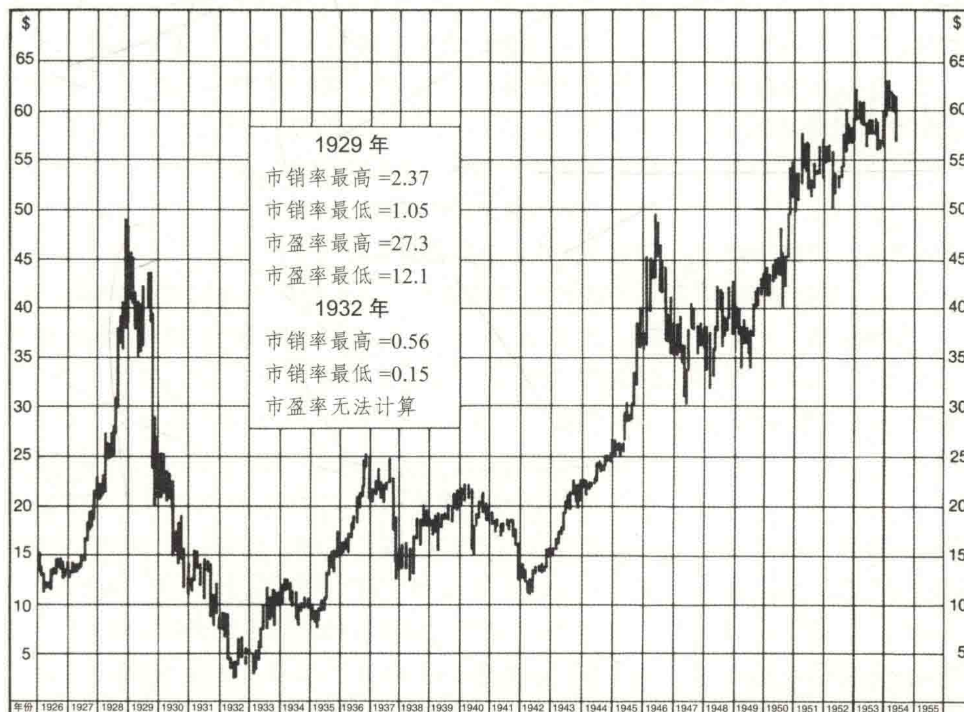
图 8 的起点是西尔斯公司（Sears）步入 1927 ～ 1928 年的高速发展期之前。西尔斯公司的股票在 1928 年达到了高点之后，随即在 1929 年里就跌了不少——因此，如果身处 1929 年，你当时可能就会认为这只股票已经定价很低了，尤其是在 1929 年中期，当股票价格的下跌使得该公司的市盈率只有 12 倍时。很多人都认为 12 倍的市盈率是比较低的，但其实市盈率常常是会产生误导的。当时还没有人知道其实西尔斯公司的利润已经快枯竭了。在接下来的 3 年中，按 1929 年时的价格计算，西尔斯公司的股票价格又下跌了大约 90%，此时就可以适用市销率了。因为如果继续使用市盈率，那么非持续的高额盈利会掩盖股票价格的高估，而市销率则可以帮助你避免这种窘境，适用于当企业的盈利或者股票价格崩溃的时候。

西尔斯公司的市销率在 1929 年期间一直在 1.05 ～ 2.37 徘徊，也就是说，它的市值总额一直保持在其年度销售收入的 105% ～ 237%——如果按我的标准来判断的话，价格一直处于高位。如果按照市销率的标准进行操作，那么，你肯定就会清空西尔斯公司的股票，这样就不用承受未来幅度高达 90% 的价格下降了。直到 1932 年以前，你都会在一旁静静地观望。在 1932 年的大部分时间里，西尔斯公司股票的市销率都是远低于 0.4 的，如果你在这时买入，就可以在未来 5 年中好好地赚上一笔了。在 1932 年的低位上，西尔斯公司的市销率已经到了低点，仅为 0.15。此时的股票价格当然是非常值得买入的，但是，由于该公司在那时并没有什么利润，因此，如果你仍然只看市盈率的话，你一定会被当时（高高在上）的市盈率给吓住。

图 8 只是想让你知道低市盈率并不能保证投资的成功。在我之前，还没有人正式介绍过市销率。如果你还想了解更多，请参考我的著作《超级强势股》和最近几年我在《福布斯》杂志专栏所发表的文章。记住，瞄准飞禽所用的弓箭并不一定适合用来射大象，因此，想通过股票投资来获取利润，你也必须针对每种不同的投资对象采用不同的分析工具。市销率就属于强有力的投资分析工具之一，它必定能给你留下深刻印象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 8 西尔斯罗巴克公司的股票价格走势：1926 ～ 1955 年



资料来源：M.C. Horsey & Company, Inc., P.O. Box H, Salisbury, MD 21801, as adapted in Kenneth L. Fisher, *Super Stocks*, Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1984.

再版补充

市销率在当前的应用已经非常广泛，不过，使用效果却比以前下降了。当价值股的表现领先于大盘的时候，低市销率的股票常常会有杰出表现；但是当价值股的表现落后于大盘的时候，低市销率的股票往往会落后更多。时至今日，市销率已经成为判断价值股和成长股谁更受市场青睐的一个极端指标，其中的奥妙便是了解价值股和成长股在什么时候会互换领导地位。在我的著作《投资最重要的三个问题》中，对预测价值股领先还是成长股领先（第 2 章）以及市销率指标在当前的应用情况（第 4 章）进行了深入探讨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 金融先生与金融夫人：绝对不同的个性

一些人认为长期利率的上升不会对股市造成不利影响，因为在他们看来，公司利润在这种情况下将会增长得更快。如图 9 所示，在利率上涨时期，确实出现过几次股票价格也涨得更厉害的情况，但这种情况是非常罕见的。图 9 不仅能让你看到一段长达 80 年期的股票市场波动情况（见图 9 中上面的曲线，以铁路公司的股票为代表），同时还将它与同期利率的波动情况进行了对比。

在图 9 中，利率是以它的倒数形式——即铁路公司债券的价格来表示的（见图 9 中下面的曲线），因此，不易直接观察出利率的变动情况。当利率上升时，债券价格往往下跌；而当利率下跌时，债券价格往往会上升，两者之间存在着一种机械的算术函数关系（见图 33）。因此，在图 9 的纵坐标上，你将见到两种不同的单位，其中内侧的表示股票价格，外侧的则表示倒数化的利率水平。举例来说，在 1899 年和 1935 年，长期铁路债券的收益率达到了历史低点 3%。

为什么要将铁路公司的股票和债券进行对比？第一个原因是我们希望比较同一主体的不同证券——毕竟苹果只能跟苹果进行比较，而不是去跟橙子进行对比。第二，在这幅图所涉及的大部分期间内，铁路公司所发行的证券都是当时的投资热点，属于当时的投资大众最感兴趣的证券品种。第三，你会发现，在利率上升（即债券价格下跌）时期，虽然并不总是伴随着股票市场的走弱，但看起来利率的上升确实是会拖累股价的走势。在历史上，也出现过少有的几次股市在债券价格暴跌时却大幅走牛的情形。

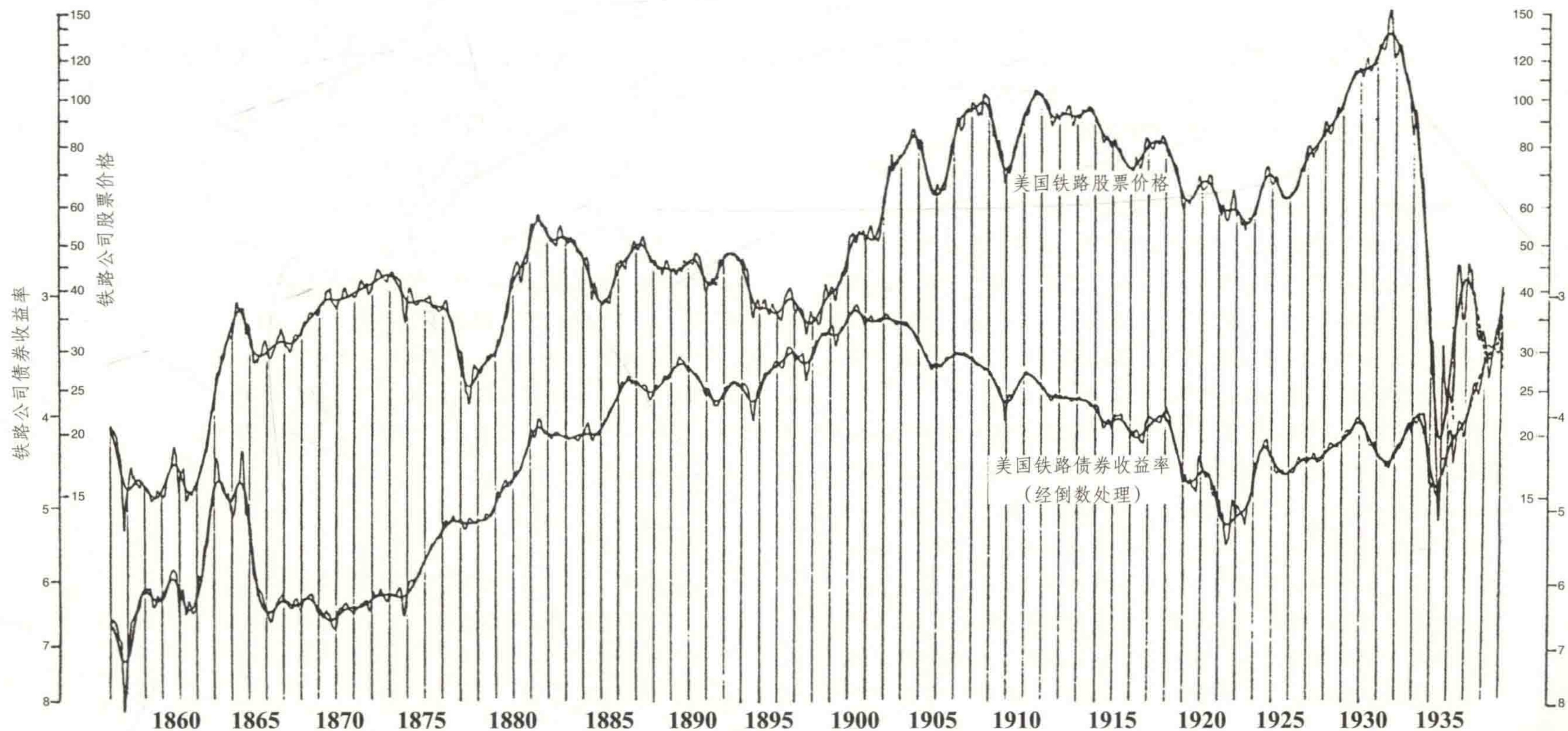
请仔细看图 9，债券有两段重要的走势：从 19 世纪 60 年代开始到 1899 年的价格大幅上扬阶段，和接下来由于受到利率上升的影响，直到 1920 年才结束的价格大幅缩水阶段。在这两次跨度极大的价格波动中，请留意当债券的价格开始下跌（即利率开始上升）的时候，股票的表现如何呢？如图 33 所表明的，先是利率突然上行，然后在几个月以后，股票市场冲顶达到高点是很常见的。但接下来，如果我们一个一个地观察债券价格下跌时期的情况，你会发现，在 21 个债券价格下跌时期，其中只有 4 次伴随着股票价格的上涨。

这种反常现象是在什么时候出现的呢？简单地说，首先是在 1863 年；然后在 1868 ~ 1869 年，股票价格也缓慢上升；接下来，在 1900 ~ 1902 年，以及最后在 1928 ~ 1929 年。当然，如果你在 1928 年中期意识到利率开始上升而卖出了手中的证券，那么直到 1930 年，你都将为此感到非常庆幸。因此，实际上真正的例外情形就只剩下 3 次了。在 21 次中出现 3 次并不算多，所以从大概率的角度来说，当利率上升的时候股价会下行是比较稳妥的。例如，在 1860 年、1864 年、1866 年、1881 年、1888 年、1892 年、1895 年、1902 年、1906 年、1909 年、1916 年、1919 年和 1922 年，股票价格和债券价格都是同期下跌的。

当然，利率的下跌并不能保证股票价格的上扬。在 1873 ~ 1877 年，债券价格一路走好，但股票市场却仍然下行。同样的情形也出现在 1887 ~ 1889 年。从 1893 年到 1895 年，利率也是下行，但股票市场的走势依然不佳。因此，图 9 告诉我们，除了几次例外情形以外，长期利率的上升都是股票投资者噩梦的开始。近期的利率走势又开始下行了，看起来非常不错，不过它们还会继续涨回来吗？我们拭目以待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 9　铁路公司的股票与债券价格走势对比：1860 ~ 1935 年



资料来源：Frederick R. Macaulay, *Some Theoretical Problems Suggested by the Movements of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States Since* 1856, National Bureau of Economic Research, New York, 1938.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 没那么好预测：56 年来的股价与利率走势

要想看穿股票市场是不可能的，但总有人一直试图想做到这一点。好笑的是，很多人都认为他们可以通过预测未来利率的走势来推敲股价的变化，但实际上，这只会让我们遇到更多麻烦。

人们会很自然地认为股价受利率的影响，而且，从这两者之间的关系来看，有时候确实也是这样的。大家都认为，低利率能刺激经济活动，而经济发展了，企业的销售收入自然就能增加；那么，收入增加，借款成本又下降，必然就导致企业盈利能力增强。因此，利率下降后的投资回报往往就比利率在高位时的回报情况更加诱人。按照这个逻辑，当利率上升时，自然就应当出现相反的情况，即利率的上升应当会削弱企业的盈利能力，使投资回报的吸引力下降。

但实际的情况往往不是这样的。图 10 列出了道琼斯工业平均指数和两个关键利率在 56 年中的变化趋势，其中，贴现率采用的是联邦储备系统（Federal Reserve System）向问题成员银行提供资金时所使用的利率，该利率与优等商业票据利率（详见图 45）都能很好地代表这段时期的短期利率水平。如果你研究一下本书中其他的几种利率代表，就不会对这两种利率之间如影相随的走势分布而感到奇怪了（在图 10 中，两条利率走势线是被分割开的，这样做的目的是为了使道琼斯工业指数趋势线保持完整，并将全部数据都在一张图中呈现出来）。

在图 10 中，从两个 A 点所处的时段就能看到我们所预期的短期利率效应——在利率下降的同时，伴随着股票价格的上升。但在两个 B 点所处的时段里，却能清楚地看到利率和股价的走势并不符合我们的预期。在 1929 ～ 1932 年利率是下降的，同期的股票价格也一路下滑；而在 1958 年，利率在短期内急速上升，同期的股票市场也是一片繁荣兴旺的景象。当利率下降时，我们可以看到很多股价同步上升的情况，也可以找出很多同期股价下跌的情形；同理，当利率上升时，有很多股价会同步上升的例子，但也有很多股价一路走低的例子。

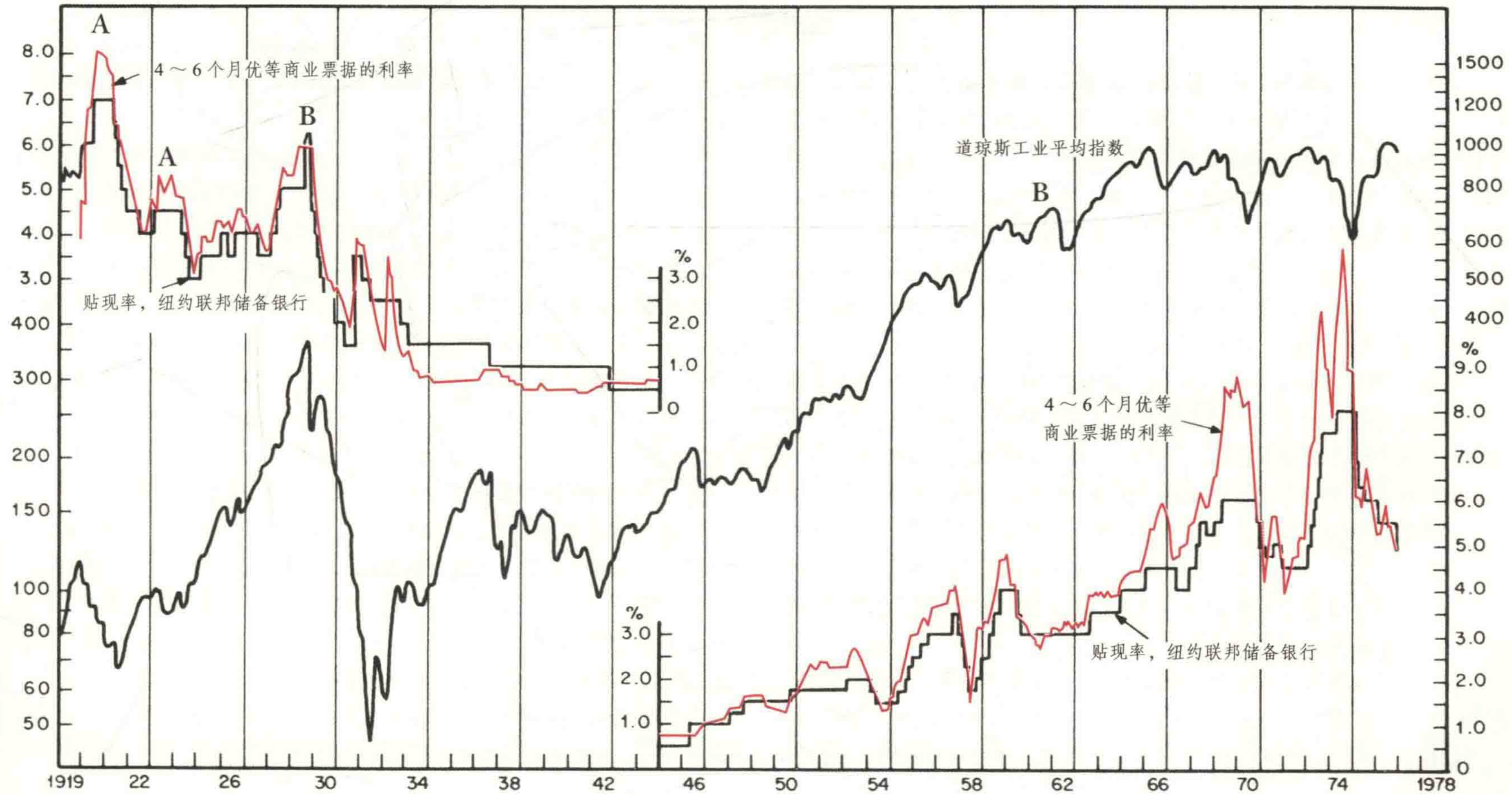
尽管有些人竭力地向你推销他们的利率预测消息，并因此编出了很多神话和传说，但我们其实很难在短期市场利率和股票市场走势之间找到某种一致的关系存在。因此，我们绝不能够将买卖股票的决策单纯建立在某些人对短期利率走势的预测结果上。即使他们预测的结果是正确的，对股票投资来说，也不一定是有意义的。1983 年以来，利率一直处于下降通道中，而股票市场却一片繁荣景象，与传说中的利率 – 股价关联关系恰好相吻合。但实际上是否真的有这种关联关系存在？这从图 10 中是非常容易看出来的。

再版补充

永远不要去预测道琼斯指数！像道琼斯这样的价格加权指数是有缺陷并容易产生误导的。只有标准普尔 500 或者摩根士丹利全球指数这类采用市值进行加权的指数才能更好地代表市场的走势。但是，不管指数本身是否存在缺陷，这个故事本身都是有水分的！长期利率确实能对市场产生某些影响，但短期利率却从来也没有这种魔力。最近的一段历史可以证实这一点——在 2001 年，美国联邦储备局大幅下调了利率，在随后两年中，股市一路走低；或者，联邦储备局在 2004 年、2005 年和 2006 年都上调了利率，与之同期的股票市场也一路稳步走高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10 短期利率与股票市场走势：1919 ～ 1978 年



资料来源：The Bank Credit Analyst.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11 价值线工业混合指数：适合出版的全部数据

如果说，在这本书中我只能使用10幅图，而不是90幅，那么，图11一定会是我所不愿意放弃的。相对于我所见过的其他图来说，图11能让你更好地认识市场及其估值特征。在图11中，你可以将一只股票或者一组股票与市场大盘进行各种特征比较。实际上，图11给出了15年中完整的市场统计数据截图，就像是整个市场已经被凝结为一家独立大公司的单只股票了一样，并且，图11中还给出了对下一年度的预期值——我们可以利用这些数据来判断市场走势是否合理，也可以将个别股票的情况与整个市场大盘走势的情况进行比较。

从图11中，你可以看到价值线工业混合指数（VIC）的历史走势情况，包括它的波动时点和大致波幅，以及它与其他广义的市场指数——如标准普尔500指数和道琼斯工业指数之间的对比情况。在图11的右下侧，我们加入了24行，以其中的第9行为例，这一行报告的是价值线工业混合指数的年度平均市盈率。可以看到，在市场崩溃之前，1972年的年度平均市盈率为19.2。不过，你还是会发现如果在市盈率低于10的时候买入价值线工业混合指数的成分股票，然后再持有很多年的话，投资业绩还是很不错的。

接下来，你就可以从这里开始，成为市场的真正学生了。举例来说，图11最上方列出的是价值线工业混合指数在各年度的最高价和最低价，它可以让我们知道，比如，在1978年，价值线工业混合指数的波动范围是14.5～19.5美元。我们可以将这个价格波动范围与上一年度的每股收益（第4行）、每股账面价值（第7行）、每股现金流量（第3行）等指标进行比较，然后再将这些能代表股票市场特征的平均值与自己感兴趣的股票特征值进行比较。

为什么要看上一年度的数据呢？这是因为，在任何一个特定年度里，对于任何股票，投资者能看到的都只有历史估值数据——当年的数据必须要等到当年结束、企业关账并经过报表审计之后才能看到。

我们可以利用图11中的数据来比较金融市场的繁荣程度。用第19行的数据除以第20行的数据，就可以得到华尔街上赫赫有名的负债/权益指标。这个指标越低越好！将你的目标公司情况与价值线工业混合指数在1986年的比值45%进行比较，结果怎么样呢？如果以价值线工业混合指数的净利率4.2%（第17行）为标准，你的目标公司又做得如何呢？此外，你还可以计算在价值线工业指数成分股的现金流量中，有多少来自企业的盈利，又有多少来自折旧（用第14行的数据除以第15行的数据），并以此为标准，与你的目标公司情况进行比较。在图11左侧，用“A”标示的地方，你能看到流动资产和流动负债的组成，利用这些数据，我们可以对行业的流动性进行基本分析。在路易斯·恩格尔的经典著作《怎样投资股票》（*How to Buy Stocks*）一书中，对这种资产负债表分析技术进行了很好的介绍。

在刚刚步入投资领域时，我就喜欢用类似图11这样的图表，对股票价格与上一年度的企业总收入之比进行多年度的长期比较。在这样的图中，也许还有一些被像我这样的投资者所忽视了的重要关系存在，等待着你去发掘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再版补充

时代已变！在过去，我总是通过价值线指数来对一只股票的历史走势和背景情况进行快速了解。不过现在，人人都可以快速并且免费地从网络当中获得相关的股票数据了。但是，正由于这些数据非常容易免费获得，所以数据本身不能再传递出它们曾经具有的那种魔力了。我并不是建议你忽视数据，而是如果想要打赢市场的话，你必须得掌握一些其他人所不能得到的东西。这就是华尔街舞曲的旋律！

图 11　价值线工业混合指数：1970 ～ 1986 年

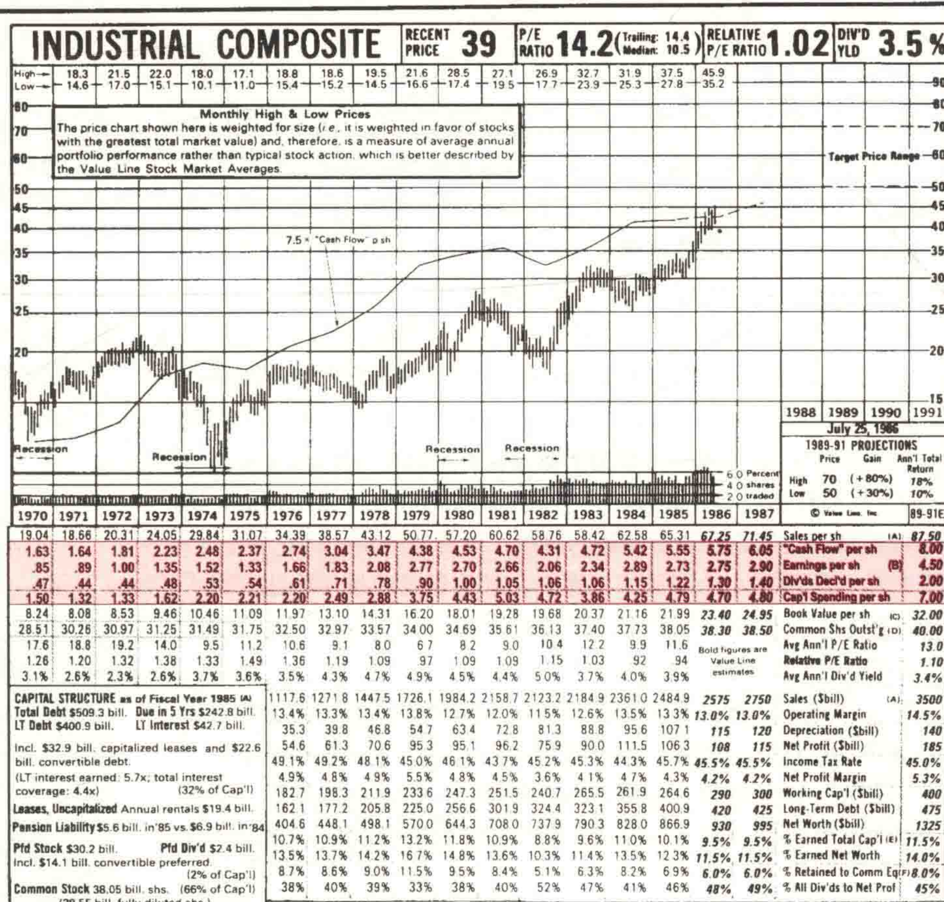
Fiscal Year Begins	QUARTERLY SALES ($bill.) (A) 1st Qtr.	2nd Qtr.	3rd Qtr.	4th Qtr.	Full Fiscal Year
1983	513.5	544.0	541.9	585.5	2184.9
1984	564.3	592.6	580.8	623.3	2361.0
1985	593.9	621.2	608.8	661.0	2484.9
1986	622p	*640*	*630*	*683*	*2575*
1987	*670*	*700*	*680*	*700*	*2750*

Fiscal Year Begins	EARNINGS PER SHARE (A) (B) 1st Qtr.	2nd Qtr.	3rd Qtr.	4th Qtr.	Full Fiscal Year
1983	.43	.59	.63	.69	2.34
1984	.67	.79	.69	.74	2.89
1985	.63	.70	.67	.73	2.73
1986	.61p	*.68*	*.66*	*.80*	*2.75*
1987	*.75*	*.80*	*.70*	*.65*	*2.90*

Cal-endar	QUARTERLY DIVIDENDS PAID Mar. 31	June 30	Sept. 30	Dec. 31	Full Year
1982	.28	.27	.25	.26	1.06
1983	.26	.27	.25	.28	1.06
1984	.28	.29	.28	.30	1.15
1985	.30	.31	.30	.31	1.22
1986	.31p	.32p			

CURRENT POSITION ($BILL.)	Fiscal 1983	Fiscal 1984	(A) Fiscal 1985
Cash Assets	141.0	142.9	152.6
Receivables	287.4	304.7	339.3
Inventory (G)	261.9	282.8	295.5
Other	53.6	68.3	95.7
Current Assets	743.9	798.7	883.1
Accts Payable	202.0	215.0	240.8
Debt Due	73.7	94.1	108.4
Other	202.7	227.7	269.3
Current Liab.	478.4	536.8	618.5

ANNUAL RATES of change (per sh)	Past 10 Yrs	Past 5 Yrs	Est'd '83-'85 to '89-'91
Sales	8.0%	4.5%	*6.0%*
"Cash Flow"	8.5%	5.0%	*7.5%*
Earnings	6.5%	1.0%	*9.0%*
Dividends	8.5%	5.0%	*10.0%*
Book Value	7.5%	5.5%	*7.0%*



	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Sales per sh (A)	19.04	18.66	20.31	24.05	29.84	31.07	34.39	38.57	43.12
"Cash Flow" per sh	1.63	1.64	1.81	2.23	2.48	2.37	2.74	3.04	3.47
Earnings per sh (B)	.85	.89	1.00	1.35	1.52	1.33	1.66	1.83	2.08
Div'ds Decl'd per sh	.47	.44	.44	.48	.53	.54	.61	.71	.78
Cap'l Spending per sh	1.50	1.32	1.33	1.62	2.20	2.21	2.20	2.49	2.88
Book Value per sh (C)	8.24	8.08	8.53	9.46	10.46	11.09	11.97	13.10	14.31
Common Shs Outst'g (D)	28.51	30.26	30.97	31.25	31.49	31.75	32.50	32.97	33.57
Avg Ann'l P/E Ratio	17.6	18.8	19.2	14.0	9.5	11.2	10.6	9.1	8.0
Relative P/E Ratio	1.26	1.20	1.32	1.38	1.33	1.49	1.36	1.19	1.09
Avg Ann'l Div'd Yield	3.1%	2.6%	2.3%	2.6%	3.7%	3.6%	3.5%	4.3%	4.7%
Sales ($bill) (A)							1117.6	1271.8	1447.5
Operating Margin							13.4%	13.3%	13.4%
Depreciation ($bill)							35.3	39.8	46.8
Net Profit ($bill)							54.6	61.3	70.6
Income Tax Rate							49.1%	49.2%	48.1%
Net Profit Margin							4.9%	4.8%	4.9%
Working Cap'l ($bill)							182.7	198.3	211.9
Long-Term Debt ($bill)							162.1	177.2	205.8
Net Worth ($bill)							404.6	448.1	498.1
% Earned Total Cap'l (E)							10.7%	10.9%	11.2%
% Earned Net Worth							13.5%	13.7%	14.2%
% Retained to Comm Eq (F)							8.7%	8.6%	9.0%
% All Div'ds to Net Prof							38%	40%	39%

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	89-91E
Sales per sh (A)	50.77	57.20	60.62	58.76	58.42	62.58	65.31	*67.25*	*71.45*	*87.50*
"Cash Flow" per sh	4.38	4.53	4.70	4.31	4.72	5.42	5.55	*5.75*	*6.05*	*8.00*
Earnings per sh (B)	2.77	2.70	2.66	2.06	2.34	2.89	2.73	*2.75*	*2.90*	*4.50*
Div'ds Decl'd per sh	.90	1.00	1.05	1.06	1.06	1.15	1.22	*1.30*	*1.40*	*2.00*
Cap'l Spending per sh	3.75	4.43	5.03	4.72	3.86	4.25	4.79	*4.70*	*4.80*	*7.00*
Book Value per sh (C)	16.20	18.01	19.28	19.68	20.37	21.16	21.99	*23.40*	*24.95*	*32.00*
Common Shs Outst'g (D)	34.00	34.69	35.61	36.13	37.40	37.73	38.05	*38.30*	*38.50*	*40.00*
Avg Ann'l P/E Ratio	6.7	8.2	9.0	10.4	12.2	9.9	11.6	Bold figures are Value Line estimates		*13.0*
Relative P/E Ratio	.97	1.09	1.09	1.15	1.03	.92	.94			*1.10*
Avg Ann'l Div'd Yield	4.9%	4.5%	4.4%	5.0%	3.7%	4.0%	3.9%			*3.4%*
Sales ($bill) (A)	1726.1	1984.2	2158.7	2123.2	2184.9	2361.0	2484.9	*2575*	*2750*	*3500*
Operating Margin	13.8%	12.7%	12.0%	11.5%	12.6%	13.5%	13.3%	*13.0%*	*13.0%*	*14.5%*
Depreciation ($bill)	54.7	63.4	72.8	81.3	88.8	95.6	107.1	*115*	*120*	*140*
Net Profit ($bill)	95.3	95.1	96.2	75.9	90.0	111.5	106.3	*108*	*115*	*185*
Income Tax Rate	45.0%	46.1%	43.7%	45.2%	45.3%	44.3%	45.7%	*45.5%*	*45.5%*	*45.0%*
Net Profit Margin	5.5%	4.8%	4.5%	3.6%	4.1%	4.7%	4.3%	*4.2%*	*4.2%*	*5.3%*
Working Cap'l ($bill)	233.6	247.3	251.5	240.7	265.5	261.9	264.6	*290*	*300*	*400*
Long-Term Debt ($bill)	225.0	256.6	301.9	324.4	323.1	355.8	400.9	*420*	*425*	*475*
Net Worth ($bill)	570.0	644.3	708.0	737.9	790.3	828.0	866.9	*930*	*995*	*1325*
% Earned Total Cap'l (E)	13.2%	11.8%	10.9%	8.8%	9.6%	11.0%	10.1%	*9.5%*	*9.5%*	*11.5%*
% Earned Net Worth	16.7%	14.8%	13.6%	10.3%	11.4%	13.5%	12.3%	*11.5%*	*11.5%*	*14.0%*
% Retained to Comm Eq (F)	11.5%	9.5%	8.4%	5.1%	6.3%	8.2%	6.9%	*6.0%*	*6.0%*	*8.0%*
% All Div'ds to Net Prof	33%	38%	40%	52%	47%	41%	46%	*48%*	*49%*	*45%*

CAPITAL STRUCTURE as of Fiscal Year 1985 (A)
Total Debt $509.3 bill. **Due in 5 Yrs** $242.8 bill.
LT Debt $400.9 bill. **LT Interest** $42.7 bill.
Incl. $32.9 bill. capitalized leases and $22.6 bill. convertible debt.
(LT interest earned: 5.7x; total interest coverage: 4.4x) (32% of Cap'l)
Leases, Uncapitalized Annual rentals $19.4 bill.
Pension Liability $5.6 bill. in '85 vs. $6.9 bill. in '84
Pfd Stock $30.2 bill. **Pfd Div'd** $2.4 bill.
Incl. $14.1 bill. convertible preferred. (2% of Cap'l)
Common Stock 38.05 bill. shs. (66% of Cap'l)
(38.55 bill. fully diluted shs.)

(A) Company fiscal years end between May 1st of year shown and April 30th of following year. Fiscal years for about 80% of companies end Dec. 31st. (B) Based on yearend shares outstanding. Excl. losses from discontinued operations: '82, 5¢; '83, 8¢; '84, 8¢; '85, 11¢. Excl. net nonrecurring losses: '82, 4¢; '83, 4¢; '84, 2¢; '85, 34¢. (C) Incl. intangible assets. In '85: $70.5 bill., $1.85 sh. (D) In billions. (E) Net profit plus ½ long-term interest paid, divided by long-term debt plus net worth including intangibles. (F) Earnings retained divided by common equity. (G) About two-thirds LIFO. p: preliminary.

Factual material is obtained from sources believed to be reliable but the statistics and comments published herein cannot be guaranteed as to accuracy or completeness.

解释：工业混合指数由 900 多家工业、零售业与交通运输业（但不包括铁路业）的公司所组成。这些公司所赚到的利润占全美非金融公司所赚利润的 80% 以上。由于以下原因，本图中的数据与商务部在国民收入账户中报告的有所不同：①本图中的数据是按股东会计处理而不是美国国税局的账簿记录方法计算得到的；②本图中只使用了大公司的报告数据。我们首先汇集了这 900 多家公司的财务数据和股市价值，然后将它们整理合并为好像一家巨型公司数据的样子，最后，再按照全部公司年末流通在外的股份数量，计算得到每股价值。价值线公司在 1975 年 7 月 11 日出版的《优选与建议》（*Selection & Opinion*）中，提供了工业混合指数的预测值。

资料来源：*Value Line Selection and Opinion*, July 25, 1986, p. 953.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12 各类证券的财富指数，看看赢家是谁

股票和债券，哪一个更好呢？虽然有人偏向于债券，但从过去的经验来看，还是投资股票的业绩更好一些。但是，股票总是优于债券吗？要想得到这个问题的答案，你需要好好看看这幅经典的图（图 12）。图 12 来自著名的伊博森 / 西格弗里德（Ibbotson/Sinquefield）研究，这项研究与同样著名的费雪 / 劳利（Fisher/Lorie）研究一起，共同证明了与其他投资工具相比，股票是更好的投资品种。

这项研究表明，假定我们在 1926 年将 1 美元投资于纽约证券交易所的股票，按全部股票的均价买入，那么，到 1985 年，包括股利在内的投资总价值将达到 211.20 美元——相当于年度投资回报率为 9.3%，远高于 3% 的平均年度通货膨胀率。如果投资于短期国库券和长期政府债券，则所获得的收益只能刚好弥补通货膨胀的影响。更有趣的是，研究者发现，如果投资对象为所谓的小公司股票，那么，平均年度回报率将达到惊人的 12.2%。这里的所谓小公司股票，是指在纽约证券交易所中总市值排名最靠后的 20% 公司的股票。

为什么在一般情况下，股票的投资业绩会好于债券的，而小公司股票的投资业绩会更优异一些呢？偏爱债券的人们认为，通货膨胀在这当中起了关键作用，他们觉得，如果没有通胀的话，故事肯定就不会是这样的了。其他人则认为，这主要是由于股价增长所带来的资本利得率变化的影响。

像我这类偏爱股票的人则认为，企业就跟人一样，从长期来看，是会发生调整变化的，是能够适应世界的发展而适时做出改变的——因此，能够提供不断改善的利润和更好的潜在回报。小公司的灵活性更大，相对于大公司而言，它更容易为适应周遭的变化而做出调整。那些股票总市值比较低的大公司（可能是由于它们遇到了经营困难，从而股票不受欢迎了）肯定也感受到了需要做出调整的巨大压力，在经历了这些问题之后，它们能够比其他企业进行更好的调整。

如果你相信企业也可以像人类一样想办法去解决问题，那么，你一定会将本图牢记在心，长期持有那些在市场中还不怎么知名的股票品种（并不一定必须是那些最具投机价值的股票——请注意，本研究中所涉及的是在纽约证券交易所挂牌交易的全部股票）。

再版补充

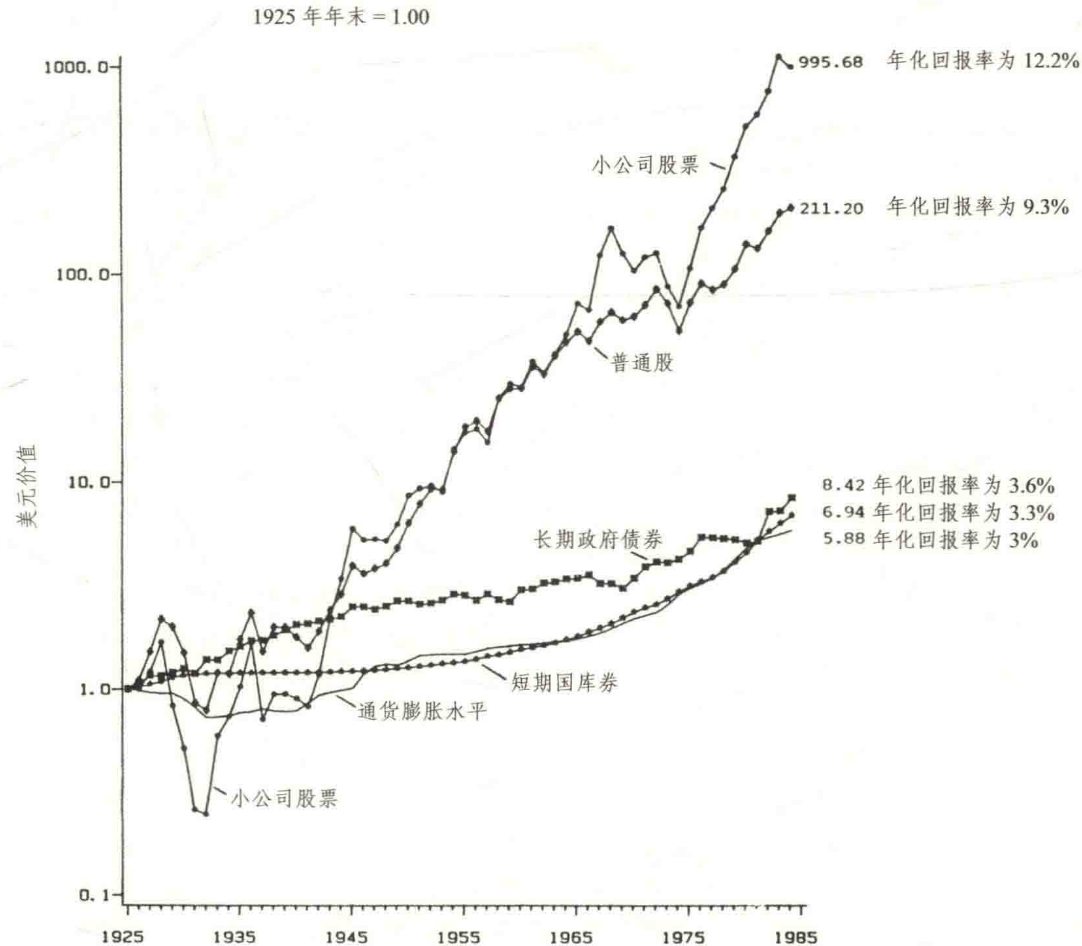
很多小公司股票的超强业绩都是一种幻觉，因为它们常会在熊市底部发生超强的反弹，但是，持有这些不知名的小公司股票明显会加大投资的风险。同样地，在图 12 中，也没有考虑小公司股票在早期较大的买盘 - 卖盘价差，这个价差有时候会高达 35%，这会严重触及小公司股票投资者的底线。

调整买卖价差和 4 次最大熊市（1932 ～ 1935 年，1942 ～ 1945 年，1974 ～ 1976 年和 2003 年～ 2004 年）底部的反弹影响之后，在剩余的年份中，平均来看，大公司股票的表现还是要优于小公司的。

在最近 20 多年中，我发现如果计量正确的话，各大主要投资品种的长期投资回报其实是差不多的。如果你相信权益类证券能够比资本本身的力量更强大的话，那么，未来必然还会有其他的重要教训等着你。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 12 美国资本市场上各类投资的财富指数：1925 ～ 1985 年



资料来源：Roger G. Ibbotson and Rex A. Sinqefi eld, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: The Past and the Future*, 1985 Edition, Monograph Number 15, The Financial Analysts Research Foundation, University of Virginia.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13 海外投资与多元化

通过全球化投资，你可以降低风险并增大利润，对吗？完全不对！虽然最近一段时期以来，海外投资非常盛行，而且业绩也确实不错（这也是海外投资最近如此火爆的原因吧），但实际上，海外投资绝对没有这些产品（例如共同基金）的做市商希望你能相信的那么多元化和安全。

为什么这么说呢？本书中的多幅图都可以说明，世界各个国家在经济上是联结为一体的，各国股票市场之间的联动性更是超出了大多数人的想象——惊人的一致！虽然大海里的潮起潮落并不完全一致，但任何一位在加州海岸边长大的孩子都知道，浪起则潮来。比如，在图 13 中，就比较了 1958 ～ 1977 年的美国市场与英国伦敦市场，请留心注意这两个市场的指数是多么密切关联！在 1960 ～ 1962 年和 1972 ～ 1975 年，美国股票市场的走势与英国的牛熊市场气氛是如此契合。在绝大多数情况下，当美国的市场气氛明显上扬或者下挫时，不多久，在全球绝大多数市场也会出现同样的趋势。这种情况已经持续了好几十年。在这当中，最典型的一个例子也许应当是在 1929 年，当时的英国、法国、德国和美国股市发展非常同步（见图 29）。

那为什么我们最近老是听说要到海外去进行多元化投资呢？虽然美国股市的市值已经占到了全球股票市场的一半，如果再将日本和英国市场也加进来计算的话，则占全球总市值的 80%，但在 1981 ～ 1983 年全球经济不景气时期，在余下的 20% 市场中，股票价格的涨幅是远高于美国市场的。从 1981 年开始计算，至 1986 年中期，美国市场上的股票投资年度回报率平均为 12.5%，但在剩余的那 20% 市场中，股票的年均投资回报率为大约 18%。

这是否正好说明了到海外去投资是明智的呢？并不一定。这只是各地市场在某段时期内恰好都同步上扬了，规模更小但风险更大的海外市场上涨得更加厉害而已——就如同在美国国内，场外交易市场的股票一向都比纽约证券交易所内的股票具有更大的涨跌幅是一样的现象。在市场交投冷淡的时候，这些小型的国外市场必然也会出现更大的下跌幅度。因此，这并不是真正的多元化投资效应——只是一个可以搭乘中国香港、意大利或者南非市场投资快车的机会罢了。

由于我们对这些小型市场所在的国家并没有那么熟悉，要理解当地上市企业的会计政策和惯例的差异必然没有那么容易，这将加大海外投资的难度。同时，如果要按美国的标准来看的话，海外的大公司其实规模并没有那么大，而且要获知这些公司的信息是比较困难的。比如，你知道在西班牙市值排名第 7 的恩德萨公司（Endesa）吗？也许你会将它与瑞典排名第 6 的阿斯特拉公司（Astra）混为一谈。或者，请问你听说过在新加坡排名第 7 的星狮集团（Fraser & Neave）吗？

这并不是说我们不可能在海外市场中持续获利，有些专业人士是可以做到这一点的，因为他们确实知道自己在做什么。但是一般的大众投资者却很难做到这一点，因为他们并不了解海外投资的利弊，只是碰巧在最近的海外牛市中赚钱了而已。如果你清楚自己在美国市场中的所作所为，那么你可以获得不错的投资收益。但是，如果你连自己在美国市场的情况都还没有搞清楚，又怎么能够去投资马来西亚，并期待良好的投资业绩呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 13 英国股票指数与道琼斯工业指数比较：1958 ～ 1977 年



资料来源：*The London Daily Mail*, *Financial Times*, and Dow Jones & Company.

再版补充

为什么我当时对于海外投资的态度会那么严肃呢？美国股票市场的市值只占到了全球市值的一半，无论是从风险管理还是赚取超额收益的角度来看，仇外都会让我们错失大量的投资机会。走向全球吧！我在15年以前就已经百分之百地这样去做了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14 海外股价走势：七个市场的比较

在下跌的市场行情中，你总是能找出仍然能够逆势上扬的股票吗？很多人都希望他们能够这样，但事实是，很少有人能够做到这一点。当市场整体都在“跌跌不休”时，自然几乎全部股票的成交价格也在下跌，几乎所有国家的所有股票都是这样。图 14 让大家可以从另一个角度来了解图 13 中介绍的股票市场全球联动性质，从图中所列出的七个重要国家股票市场价格走势来看，相关性是非常惊人的。图中竖虚线表示在美国市场中，价格最高点和最低点出现的时期。可以看出，虽然每个国家的市场都有自己的波动特点，但加拿大、法国、德国和英国的股价波动走势与美国市场的十分吻合，涨跌趋势的变化在月内，甚至经常在周内都是一致的。日本和意大利市场的价格走势变化稍大一些，但仍然与其他市场具有很多共同点。

比如，以 1974 年后期才结束的巨幅下跌时段为例。这次下跌行情波及了图 14 中所有国家，除意大利外，其他所有国家的股市都在几个月内分别到达了市场底部，如果我们顺着美国、日本、西德、法国和英国市场的下跌路径来看，就会发现在此轮下跌行情中，各国市场的起点和终点相差不过几个月。当然，法国和日本市场看起来比其他几个国家提前了一个多月见底，总体而言，各个国家的股票市场走势惊人的一致。

再看美国股票市场结束于 1972 年年末的那场牛市。美国市场价格达到最高点的时刻恰好与日本市场的价格最高点完美吻合，与加拿大市场的短期价格高点也十分一致，而就在这次高点之后，紧接着德国市场也出现了最高点，接下来，法国和英国市场也到达了牛市顶点。再一次地，只有意大利市场的行情发展较为独立。

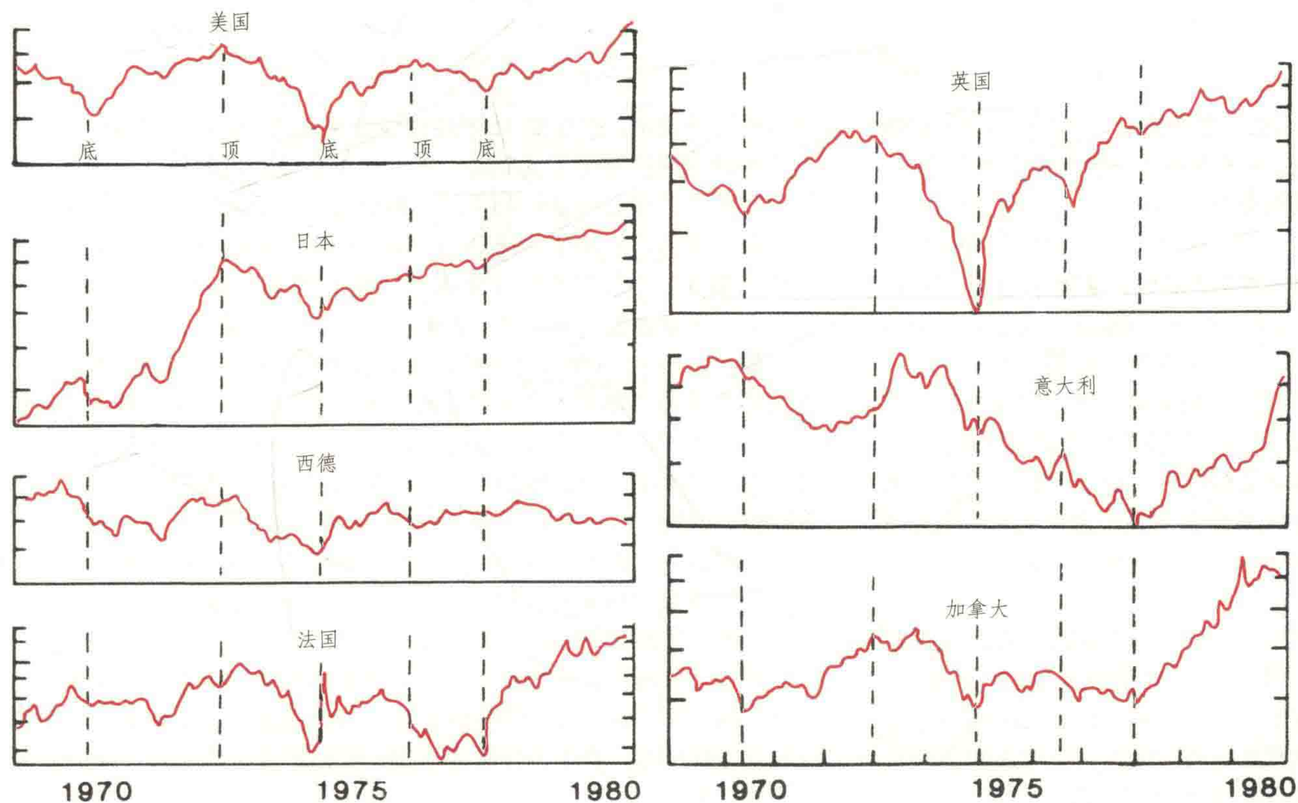
现在，让我们再来看看 1977 年年末美国市场见底的时候。这一次，加拿大、法国、意大利和英国市场的走势都与美国保持了一致，几乎同步下跌。日本和德国市场虽然没有出现下跌，但是也没有出现上扬的行情。

全球不同市场的价格走势联动性虽然不可能超过同一市场中不同股票价格走势之间的联动性，但可以看出，全球市场的价格波幅确实是彼此影响，并且经常反映出同样的全球发展趋势。如果一国的股票相对于另一国的定价更便宜，那么，一定是因为在“便宜”的国家里，净收益率（详见图 43）更高，因此，资金更多地流向了定价便宜的国家股票市场当中。

因此，如果现在承认全球各地的股票市场和股票价格走势之间是内在相关的，那么，我们应当如何从中去获利呢？对此，我们可以在一定程度上将其他国家的股市走势作为参照或者警示讯号，比如，一些西方国家的市场常常会比其他国家的更早出现下跌。以 1972 年年末市场见顶时为例，当时，德国和英国的股市就比美国的先行下跌。再看 1976 年，法国、英国和德国的股票市场都先于美国市场开始跳水。同时，前面也曾经提到，法国、德国和日本的股票市场在美国市场进入伟大的 1975 年牛市之前，就先行启动了。这些“先行者”能为我们提前预警。参考图 29，你还能发现这种预警作用可以如何帮助你逃过 1929 年的市场大崩溃。因此，我们应当多去发现美国股市与海外股市之间的差异，当其他市场的走势开始与美国市场的趋势出现不一致时，就应该做好市场转向的准备了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 14　7 个不同国家的股票指数变化：1970 ~ 1980 年



资料来源：*Business Conditions Digest*, Department of Commerce, December 1980, p. 59.

再版补充

虽然这幅图已经是几十年以前的了，但仍然十分管用。全球各地的股票市场远比人们所想象的要相关联动得多——但是，我们并不能因此而忽视了国外的股票。在这个大千世界中，有着无数的机会，借助当今的计算机技术发展，追踪全球投资品种的变化已经比我在 20 多年前追踪美国股票的变化容易得多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15 加拿大的股票市场

虽然西方各国的股票市场都是联动的，但事实上，不同市场之间的联动性还是有区别的。比如，无论站在怎样的角度，或者从哪个方面来看，加拿大市场的金融表现都好像是美国的第 51 个州一样，或者，用投资学术语来讲，像是美国的第 51 块地产。图 15 就说明了在 1961 ～ 1969 年，加拿大股票市场与美国股票市场之间的密切关联性。从图 15 中我们可以看到，这两个市场的股价走势几乎是完全一致的，无论是从价格走势的转折时点还是从价格波动幅度的范围来看，两个市场的走势都几近一致。

虽然本书中的其他图都说明了不同国家的金融市场存在共性，但如果只看加拿大市场的话，它与美国市场之间的差异就更加微不足道了。例如，请看 1965 ～ 1966 年的股票市场走势，从这两个市场指数的变化轨迹来看，几乎就找不出差别来。图 14 虽然是从另一个角度并采用另外的方式来呈现的，但也说明了在 1969 ～ 1981 年，这两个国家的股票市场价格走势是非常一致的。

为什么加拿大的股票市场会与美国的股票市场如此密切联动呢？原因很简单，因为加拿大的市场经济与美国的市场经济锁定为了一个整体。从金融的角度来看，如果美国市场发生了什么，那么加拿大市场一定也逃不开，两者所受到的影响几乎是没有差别的。确实，虽然这两个国家的商业结构是存在差异的，但这种差异的影响并没有那么恐怖。比如，加拿大的资源丰富，对采矿产业较为依赖，出产钾肥一类的产品，而钾肥（氯化钾）是所有植物都离不开的三大主要肥料品种之一。加拿大拥有全球最丰富的钾肥储备，是钾肥产品的最大出口国。由于美国的钾肥储备相对较低，因此会从加拿大进行购买。所以，钾肥的需求会随着美国农业发展的兴衰而发生变化。

于是，加拿大政府的政策几乎就是无用的。虽然加拿大公民很不愿意接受这种说法，但从图 15 中可以清晰地看到，要想通过制定某种政策来让加拿大经济不受美国经济发展的影响是非常困难的。虽然从社会学的角度来说，这几乎是不可能的，但如果加拿大能够放弃它作为一个独立政府的努力，转而成为美国的一部分的话，也许还能更加有利于经济效率的提高。当然，我只是说理论，并不是在建议加拿大真的这么做。事实上，这样做也只是让形式更加符合目前的事实而已。

那么，图 15 可以告诉给我们什么教训呢？首先，如果有共同基金宣称它们会通过对加拿大市场进行投资来分散你的资金风险的话，要特别小心：将你的资金转移到美国的“第 51 个州”去，是不能从实质上分散你的投资风险的，只是增加了更多可供选择的股票投资品种而已。由于现在美国市场上已经有超过 5 000 只活跃交易的股票和 7 000 只其他可公开交易的股票（即使流动性稍差，交易量稍小——即投资者不能随时根据个人的意愿进行买卖）了，因此，虽然多一个加拿大市场可供选择当然是好事，但影响绝对没有那么大。

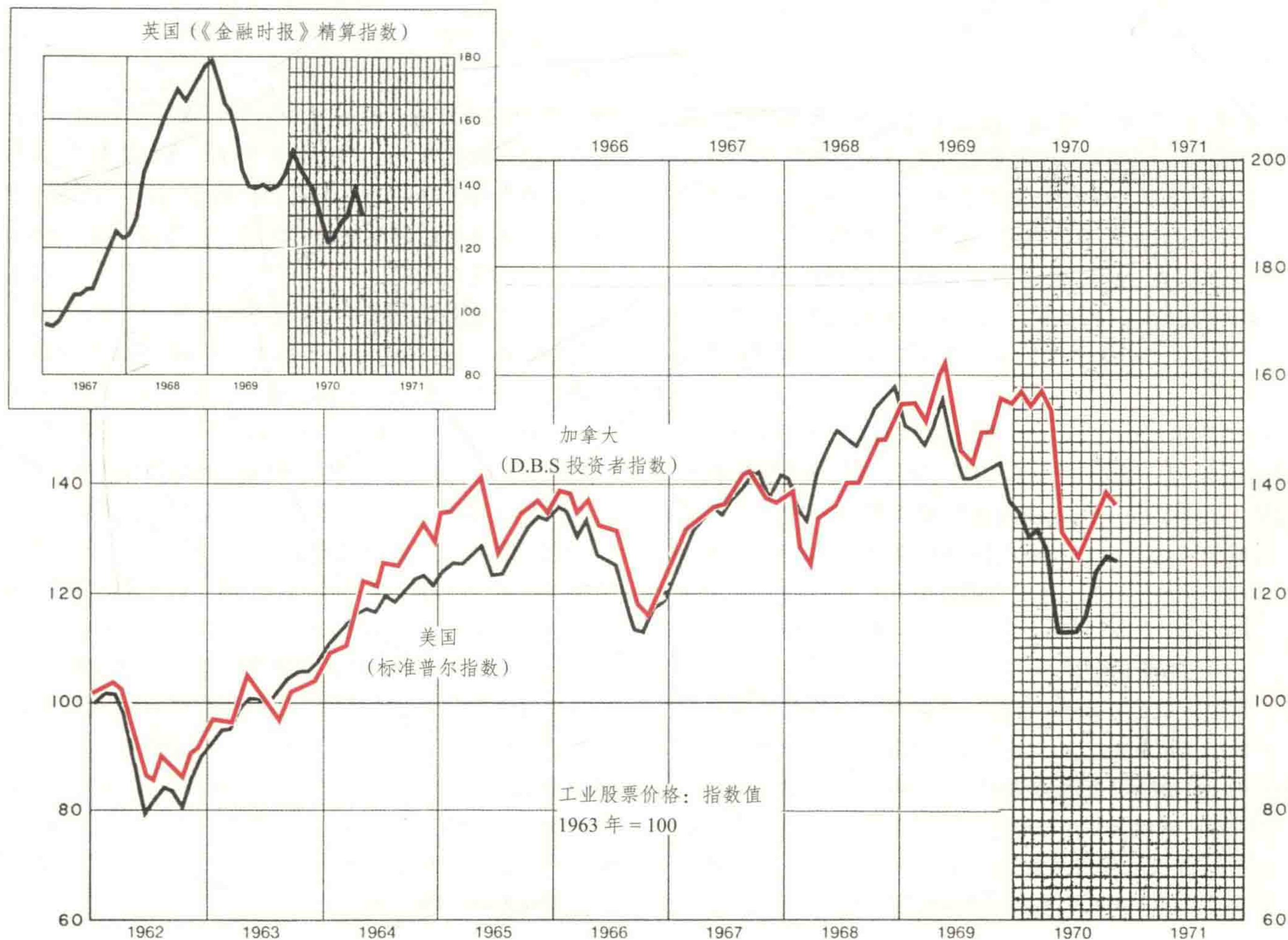
不过，好的一面是加拿大公司的股票毕竟增大了我们的投资可选择范围，因为可以利用我们对美国市场的投资感觉来买卖加拿大公司所发行的权益性证券。对美国投资者来说，要想理解全球其他国家的股票市场并没有那么容易，但是，投资加拿大公司的股票就像是去邻居家串门一样简单。

再版补充

和初版时相比，现在唯一的变化是可交易的上市公司股票数量更多了！而且，20 年后，这个数量一定还会继续增长下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 15 加拿大与美国的股票价格比较：1962 ～ 1971 年



资料来源：*Canadian Business Chartbook*, 1971 Edition, The Conference Board in Canada.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16 股票价格与国民生产总值

你是否曾经听说通过投资股票来抵抗通货膨胀的不利影响？道琼斯工业指数与国民生产总值（GNP）的比值就是这样一个财务比率。从理论上看，由于通货膨胀的影响，GNP会变得更大，因此最终企业的股票价格也会涨得更高。如果与GNP水平相比，股票价格指数正处于历史低位，这就是很好的买入机会；相反，如果股票价格指数与GNP的比值正处于历史高位，这就是应该卖出的时候。因为在正常情况下，股票价值是应当与GNP同步变动的，毕竟这些企业的业务是GNP的关键且稳定的组成部分。

这个理论听起来不错，但实际上却值得我们深思。图16列出了1955～1971年英国、法国、德国、日本、荷兰和美国的股票价格指数和GNP的变化趋势，其中，每个股价指数都按照所在国家1955年时的GNP情况进行了调整。可以看出，只有法国的股票价格与其GNP走势出现了长期偏离，而在其他市场中，如果我们在股票价格指数大于GNP的130%时卖出，并在股价指数低于GNP时买入，那么，在图16所示期间内，总是能获得不错的投资收益。

这种情况是怎么发生的呢？1965年时，道琼斯工业指数达到了短期内的高点，正好略低于1000点，当时美国的GNP为7 250亿美元。用1000除以725[⊖]——说明股价指数为GNP的138%。按照刚才介绍的理论，这是一个很好的卖出机会。事实也证明了确实如此。事后，随着1972年的到来，股市崩盘了，并且在此后的10年中，股票价格指数相对GNP的比值达到了20世纪30年代以来的最低值。但是，受经济扩张和通货膨胀的影响，GNP持续提升。现在，GNP已经达到了4万亿美元——是当时的5.5倍。按照这个理论，为了跟上经济增长的变化，近年来的道琼斯指数不仅应当翻了倍，而且还应当再翻一番，达到4000点的水平。事实果然也是如此。因此，如果接受这个理论的话，你绝对就会是一位超级牛人了。

但你也可能只是被牛冲昏了头脑吧，理由如下。这些图所展示的，是一段全球利率都恰好处于极低水平的时期，因此在这段时期内，股票的成交价格是处在历史高位上的。现在，利率水平已经相对那时高出了很多了，在其他条件不变的情况下，股票成交价格相对GNP的比值应当比当时的水平更低一些（详见图43中对企业盈利与利率关系的介绍）。

此外，基于下面将要提到的三个原因，道琼斯工业平均指数相对GNP的比值也应当比那时更低一些。首先，由于美国政府每年都在增加其税收收入（详见图76和图80），因此，工商企业的利润占GNP的比重正在逐渐下降。在最近的20年里，被美国政府收走的税负占到了GNP的6%——这都是以减少工商企业的利润为代价而拿走的。因此，企业的股票价值相应地也会下跌，以补偿它对GNP贡献的减少。其次，由于美国政府的运行效率低下，随着它在GNP中所占比重的上升，整体的GNP增长率将会下降。在一个增长缓慢的经济体中，股票的价值理当更不受重视。最后，由于道琼斯指数的样本公司对GNP的贡献逐渐被那些新兴的、更具创新精神和意识的公司所慢慢取代，市场对这类公司股票的青睐程度也自然会逐步降低。

⊖ 原文是将GNP以10亿美元为单位进行计算的，因此7250亿美元在这里为725。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

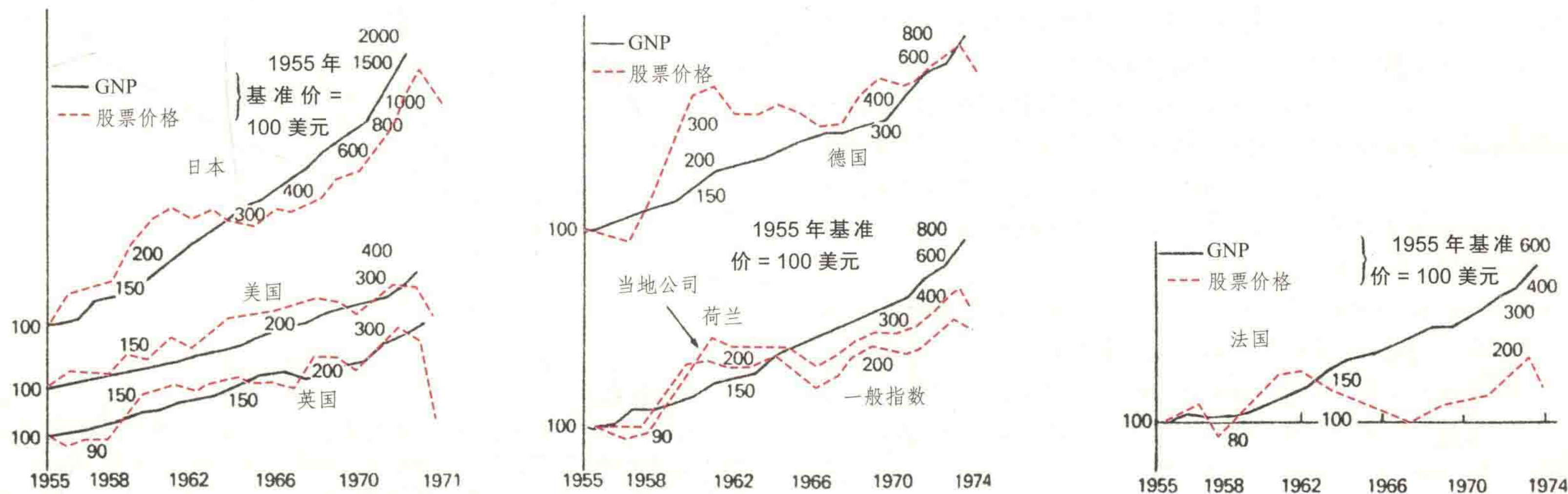
在今天，美国的经济增长主要来自那些小型的、更具有创新性的实体，而不是像道琼斯样本公司那种的巨型官僚化怪兽。举例来说，在过去的 25 年中，数字设备公司（Digital Equipment Corporation）的销售收入从最初的几万元增长到了 80 亿美元；而像英特尔、苹果电脑、价格会员店（Price Club）和联邦快递这样的企业，在 20 年前根本就还不存在。现在，越来越多的新兴企业开始出现，它们（而不是那些大企业）才是经济增长的主要推动力，因此，随着这些新兴企业的份额逐渐扩大，道琼斯样本公司的市值相对于 GNP 的比值却在逐渐萎缩。

不过，相对于 GNP 的水平，道琼斯价格指数应当下浮多少呢？我无法回答这个问题，这实在太难以推测了。但我对一个问题是非常有把握的，那就是本文开头所提到的那个古老经验应当只留作备用参考了。

再版补充

道琼斯指数本身还存在更多问题，不过，关于本图的评论仍然是普遍适用的。各方面的政府税收都在持续增长，尤其是如果你将州政府和地方政府也一起考虑进来的话。

图 16　股票市场指数与国民生产总值的变动：1955 ～ 1974 年



资料来源：*The Evaluation of Ordinary Shares; A Summary of the Proceedings of the Eighth Congress of the European Federation of Financial Analysts Societies*, Felix Rosenfeld (ed.), Dunod, 1974.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17 增长的溢价

要想凭技术去战胜市场，有一种机智且有效的方法就是在成长股的市盈率相对市场整体而言处于历史低位时买入。所谓市盈率，就是一只股票的市价与它的每股收益之比，是华尔街最常用的股票估值指标。图17列出了新兴成长股的市盈率乘数与标准普尔500样本公司的平均市盈率之百分比值。

在一般情况下，当成长股的市盈率相当于市场整体市盈率的125%，甚至更低时，是比较好的投资时机，此时买入常常可以获利不菲。这是因为投资者愿意为企业的美好未来增长前景付出更多的价钱，因此，高速成长企业的市盈率通常会高于市场整体的市盈率水平。

所以，当华尔街不那么青睐成长股时，你便可以用较低的价格购入一家优质的成长型企业的股票，投资成本绝对不会高于你在相同情况下买入一家大型普通公司股票的价格。很明显，哪一种投资对象会是你更好的选择呢？等到人人都明白过来，成长股的价格必然会被推高——如果你当初买入及时，这些股票必然也就增值了。

在过去的50年中，1977～1978年是买入成长股的最佳时机。如果按Hambrecht & Quist环球科技指数，成长股公司的平均估值乘数在1978～1983年翻了6倍，所以，如果在1962～1964年和1970年买入了成长股，都会赚得大笔的回报，而且，这样的投资机遇还会不断出现。

按照图17，1987年和1988年也是投资成长股的大好时机，因为图中曲线的走势告诉我们，目前正是回到“买入”区域的时候。即使按其他标准来计算，市场整体还处于高位，但图17已经说明，对成长股来说，至少在未来几年内是值得买入的。

图17最初出自T. Rowe Price新视界基金的一份季度报告，是按照该基金公司拥有的数据来绘制的。目前，该公司的每份季度报告都附有本图，因此，你完全可以自行对此进行更新。

再版补充

这是财务分析历史上的又一幅有趣的图。从这里，你可以看出在互联网出现和可获得大数据之前，信息是多么宝贵。时至今日，市盈率这个指标已经不再万能了，不过，如果按照这里所提到的分析方法去投资，还是能帮助你顺利躲过科技股泡沫时代的，只是该方法可能会提早几年就对你发出撤离的忠告而已。成长型企业的股票确实应当比非成长型企业的股票拥有更高的价格乘数，但问题是，到底应该高出多少才算是合适的呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 17 新兴成长类股票的市盈率乘数相对于标准普尔 500 样本公司的市盈率乘数的百分比值：1960 ～ 1986 年



资料来源：Dennis Sherva, Director of Research, Morgan Stanley.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18 成长股的震荡走势

图 18 能让我们学到不少知识。首先，表象往往是具有欺骗性的，从表面上看，Hambrecht & Quist 成长股指数的表现非常不错，让标准普尔 400 指数都望尘莫及。其次，从表面上看，科技股指数与市场指数的走势十分相近（就像是标准普尔 400 指数的代表一样）。但事实上，上述两个结论都是不成立的。举例来说，标准普尔 400 指数和科技股指数看似一直互相僵持不下，但其实图 18 并没有包括标准普尔 400 样本公司每年超过 5% 的股利收益率——而科技股指数的样本公司基本上都是不发放任何股利的。从图 18 中，我们可以学到最有用的东西是，在投资时，我们需要一个财务计算器，这样才能计算投资回报的复利率，接下来，再利用这个复利率找出这些数字背后的真实且通常隐藏起来的含义。

成长股指数在 1971 年时的水平大约为 195 点，到 1978 年时，该指数已一路稳跌至 80 点。接下来，它意外地开始反弹，到 1983 年时，达到了 1020 的最高点，并在当年年末收于 680 点。结果怎样呢？在 1971 ～ 1978 年，成长股的投资回报率为每年 -12%，不可思议吧！但在 1978 ～ 1983 年，该复合投资回报率却达到了每年 66% 的惊人水平。1983 年以后，回报率再次回到了每年 -12%。因此，尽管在这些年中，成长股的价值出现了如此巨幅的上扬，但最后的结果却很可怜——在 1971 ～ 1986 年这 15 年期间，整体的年投资回报率也仅仅只是 8.7%。反过来，同样在这 15 年中，看似貌不惊人的标准普尔 400 指数实现了每年 7.6% 的增长率（起点水平很低），并不比成长股指数慢多少。此外，请不要忘记，如果投资标准普尔 400 指数样本公司，你还能每年得到 5% 的股利回报率，这一点在图中并没有被显示出来。

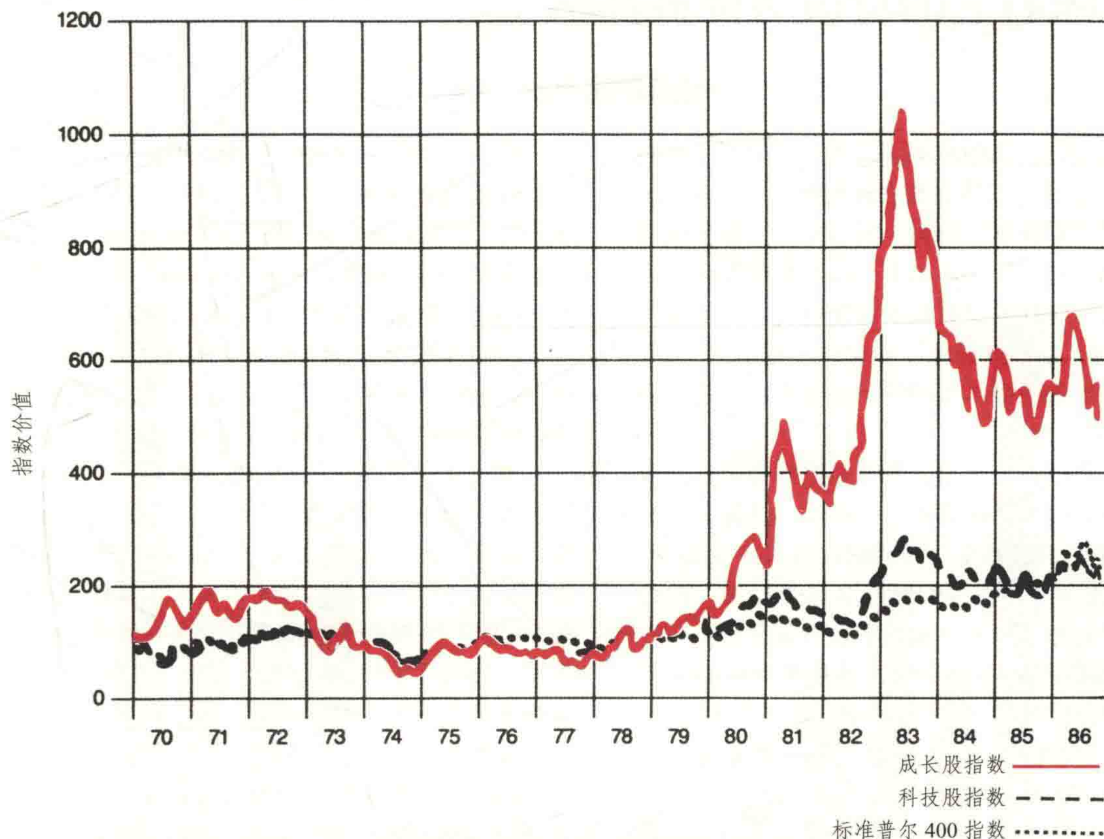
因此，如果将股利收益也考虑进去，从整个图示期间来看，标准普尔 400 指数的表现完全胜过了 Hambrecht & Quist 成长股指数和科技股指数的表现——尤其是大大地击败了科技股指数。要想通过投资 Hambrecht & Quist 指数公司赚钱，你必须要深知其中的技巧并懂得在什么时机适时抛售。为什么增长都无法保证成长型股票的投资成功呢？这是因为，社会大众普遍都认可的成长型股票往往是价值已被高估了。

当我还是一个孩子的时候，就从我父亲那里学到了是什么在推动着股票价格的变化：那是企业的现实与金融界所认识到的企业现实之间的差异——即相对预期的影响。能在长期里表现最佳的股票往往是那些最终能成为好公司，但目前非常默默无闻的不起眼股票。投资者对这一类公司惊喜不已，已买的会舍不得卖出，而还没有买入的则急着想要买入。但那些广受市场大众欢迎的“成长股”已经非常热门了，因此即使这也是一家好公司，但它的股票价格也不会再涨了，因为它现在的价格中已经包含了人们对它的所有预期。等你明白了这个道理，你才掌握了投资赚钱的真正钥匙。投资被人冷落的价值企业胜过投资大众狂爱的成长型企业。

最后还有一点是需要提醒大家注意的。在任何时候，如果某项资产的价格已经连续上涨了数月甚至更长时间，那么，价格到顶并出现回落的日子也就不远了。价格的连续拉升是不可持续的，此时便是我们设立止损点的好位置。直线上升总是伴随着一落千丈的下跌。当价格直冲云霄时，在每一个新高之下 10% 的位置设立一个止损点，是我们唯一可以保住利润继续向上而不用承担价格直线下滑风险的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 18　Hambrecht & Quist 成长股指数、Hambrecht & Quist 科技股指数与标准普尔 400 指数的走势比较：1970 年 1 月～ 1986 年 9 月



再版补充

我已在本书附录 B 中将此图进行了更新，不过我还必须要指出的是，设置止损点这种操作策略已经一次又一次地被证明了是一种失败的策略——它只会增加你的交易费用。

注：出于比较目的，我们将上述 3 种指数在 1978 年 12 月 31 日的基准值都设定为 100。图中显示的是月末价值，最近的一批价值是 1986 年 9 月 30 日的。
资料来源：Hambrecht & Quist Inc., San Francisco.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19 “IPO”[⊖]意味着它的价值可能被高估了

不要再浪费你的时间去抢购 IPO 公司的股票了。当一家公司“走向公开”(即面向社会初次公开募集)，很多投资者都会蜂拥而上，以为自己能买到下一个“苹果电脑”或者“英特尔”公司。但事实上，如果把钱存在银行中，收益可能还会更高一些。IPO 公司十有八九在两年内都会成为赔钱货，即使像苹果电脑公司这样的少数长期业绩佼佼者，如果与最佳业绩公司的股票相比较的话，也不过如此。如果你不相信这一点，请看看有几家最近的 IPO 公司是能够荣登《福布斯》杂志年度最佳业绩股票名单的（每年 2 月都可以看到）。

IPO 公司的股票价格常常上升得非常迅速，因为经纪商会对这些股票进行大肆宣传和推荐，诱使不动脑筋的投资者盲目跟风，这样，它们才正好可以出售这些股票，以获得销售佣金。激动的投资者中了圈套，梦想着可以通过投资这些股票发大财，而他们往往会遭受打击，因为公司显然只会在价格对它们自己有利时才通过发行股票来筹集资金——这样的价格对投资者来说，往往是偏高的。很快，各种神话般的宣传褪去，这些 IPO 公司股票的表现也开始变得一蹶不振。很多在 1983 年新上市的股票如今的价值都已大幅缩水，比如赫赫有名的泰索尼公司（Diasonics），曾经市值过亿，但后来股价从 30 美元一路跌成了 3 美元，甚至还有很多公司现在都已经宣告破产了，比如当初在发行股票时也是响当当的维克多科技公司（Victor Technologies）。

不过，图 19 能告诉我们的关键问题在于：不仅是 IPO 公司通常表现都比较差，而是我们可以将 IPO 公司作为一个整体，用它们的表现来有效地衡量市场是否出现了超买或者超卖。

图 19 中列出了 1969 ～ 1985 年各年的 IPO 公司总数，我们可以发现，当 IPO 公司数量较多时，其实就是很好的卖出时机；当 IPO 公司的数量很少时，其实正是较好的买入时机。但是，怎样判断 IPO 公司的数量是高还是低呢？你只需要记住，一旦 IPO 公司的数量相对于之前若干年的水平处于高位，你便可以卖出了。根据这个法则，你一定会选择图 19 中 1972 年、1980 年或 1981 年（取决于你的冲动情绪）以及 1983 年作为你的卖出时点，事实也证明，这几年确实是这段时期内的最佳卖出时机。这样的投资策略能使你与广大投资大众区分开来，让你处于更有利的位置。

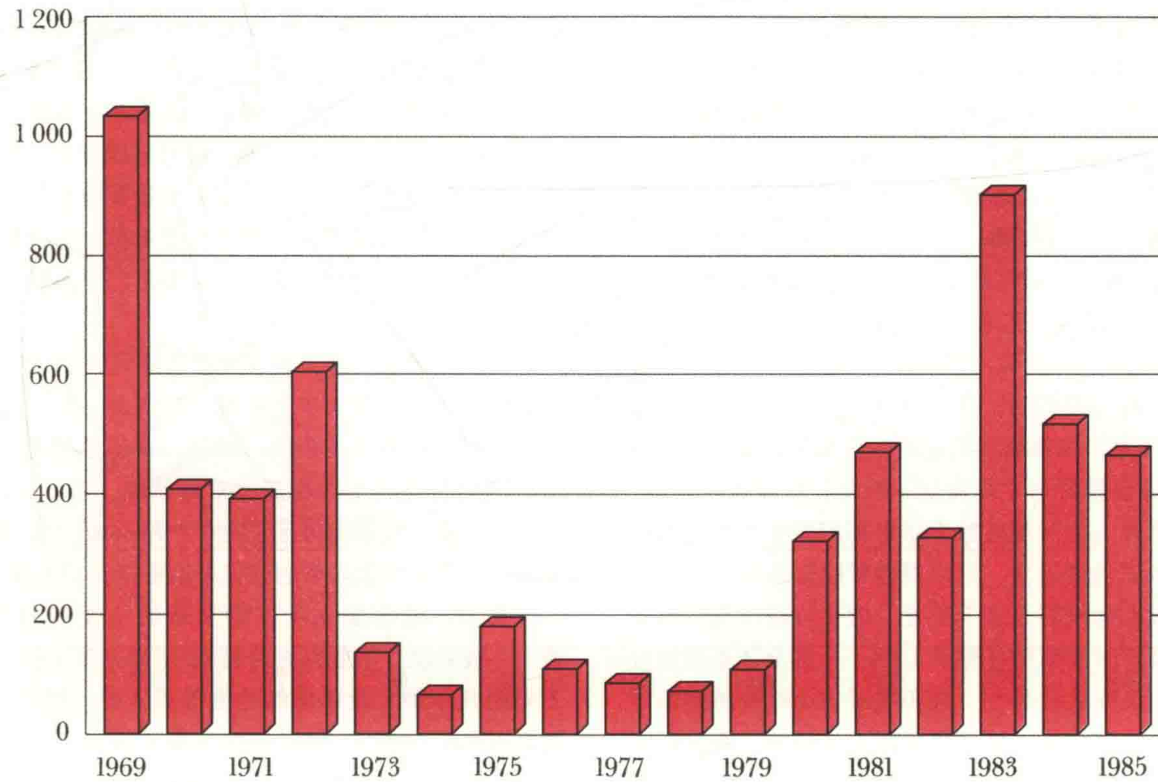
反过来，如果你在 IPO 数量相对于前期出现了下降，或者没有出现增长的年份中选择买入，那么你的投资业绩也一定非常不错。从图 19 来看，你可以在 1982 年买入，然后享受 1982 ～ 1983 年的牛市盛宴；或者，你可以在 1984 年或者 1985 年买入，抓住股市的升浪；再或者，你可以在 20 世纪 70 年代的中期或者晚期介入，业绩也会不错。按此指标进行操作，只有在 1973 年会产生误导，如果在当年买入股票，你会在 1974 年的熊市中遭受巨大的损失。不过，我们不可能找到一个完美无缺的单一指标来指导我们完成华尔街之舞的每一步，因为旋律总是在变动的。

1986 年，IPO 公司的数量又创下了新高，这意味着 1987 年甚至有可能 1988 年的股市都不应当被看好。但是谁知道呢？也许这也会是这个指标第二次出错的时候。不过，当前确实有上百家公司都认为股票价格已经够高，可以让它们以最便宜的方式出售股票来筹集资本了。请记住，只要有卖家和买家达成了交易，那么双方就总有一方对定价的理解是错误的，请确保失败的那一方不是你就可以了。

⊖ IPO 本为 initial public offering 的缩写，意指公司的“初次公开募集”行为；在这里，作者将它谐音为 It's probably overpriced，意指“价格可能被高估了”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 19 IPO 公司的数量：1969 ～ 1985 年



资料来源：Going Public (IPO Reporter).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 “醒醒吧，投资大众”

这句话是我的工作搭档兼竞争对手说的——当然，不一定是原话，但大意相同。我在《福布斯》杂志的专栏是隔期发表的，即我和大卫·德雷曼（David Dreman）先生各主持一期。大卫的金融评论是最具独到见解和发人深省的。图 20 就取自他在 1985 年 3 月 11 日发表的专栏文章。在这篇专栏里，他力劝投资大众“赶紧醒醒”，不要对他已成功预测到牛市视而不见，而且虽然这场盛宴已经持续了 10 年，但他认为还会继续这样发展下去。我认为，图 20 和大卫对它的分析智慧是非常值得一提的。这幅图对比了 1975 ～ 1984 年股票、艺术品、债券、美国短期国库券、黄金和铜的投资业绩。

股票的走势是优于债券和国库券的，这一点也许并不会让你觉得吃惊。图 10 已经说明，几十年来，投资股票的业绩一直都优于投资固定收益产品的业绩。不过，将股票投资与“硬通货”的实物投资进行比较，确实比较罕见。大卫·德雷曼先生对那些数十年来利用成千上万册书籍和小册子来宣传投资黄金及其他硬通货，以应对通货膨胀威胁的末日论者进行了抨击。他指出，除非你刚好是那千分之一能在价格顶点时出手的幸运儿，否则，黄金的投资回报率只有每年 4.8%——甚至还不及银行储蓄账户的利率。不过，如果你看看图 57，便不会对这个结论感到惊讶了。在绝大部分历史时期，投资黄金的收益都是让人失望的，而投资铜的业绩就更加糟糕了。有趣的是，图中以苏富比拍卖行（Sotheby's）综合艺术品指数来表示的艺术品投资，却属于可与股票一争高下的硬通货资产，其每年的投资回报率高于 12.5%。

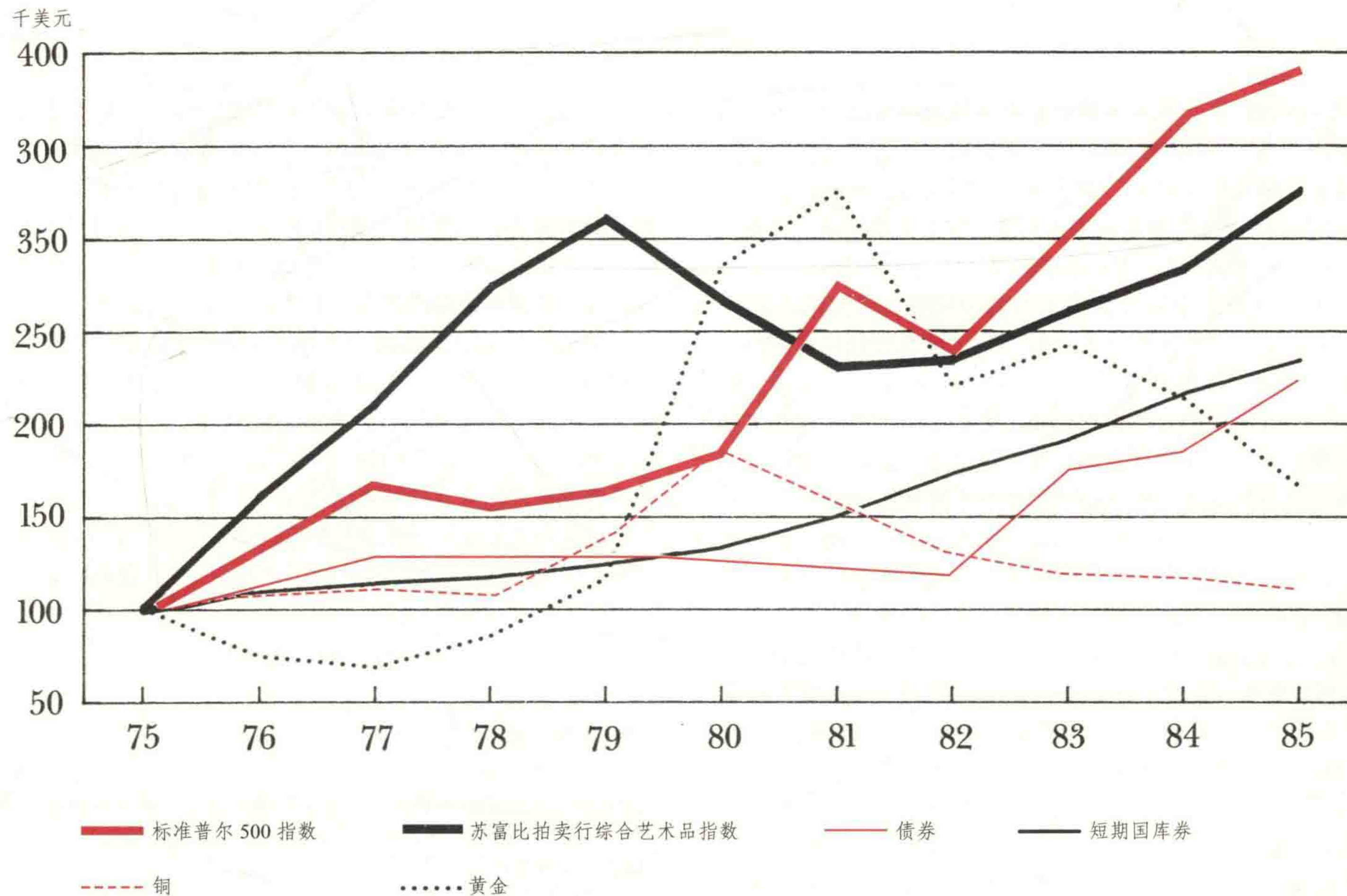
当然，投资艺术品是有困难的，这在一定程度上抵消了它的高收益投资优势。首先，要想买得高质量的艺术品，每一件都需要花费大笔资金。其次，如果投资 100 股 IBM 公司的股票，你不用担心股票凭证是不是虚假的，但是，如果是投资艺术品，你就必须要懂得质量的鉴证。此外，你还需要有空间来存储你的艺术品，当然，这可能正是你的投资乐趣所在，比如，将它们摆放在你的起居室里，不过，你却不得不担心社区周遭的治安是不是够好。最后，投资股票的最大好处之一是，只要你想出手了，你可以很快地就将股票卖掉，折扣经纪商的佣金率绝不会高于交易价值的 0.75%。但是，如果是艺术品投资，交易成本则会高出好几倍。

有些人可能会说，大卫刻意选择了从 1975 年初期开始进行比较，那正是股票市场一场大牛市的起点！因此，这个比较一开始就是朝着有利于股票投资的方向发展的。但是，请不要忽视了，在这次比较时段的末期，1984 年可是股票市场非常糟糕的一年。无论以哪一年为比较起点，如果大卫将比较期间再延长两年，用 1986 年更高的股票价格来计算收益率的话，那么股票投资的回报率就更是让其他投资品种望尘莫及了。

大卫·德雷曼先生这篇文章的主要目的是鼓励大家坚持股票投资——或者说，不要因为前面 10 年都是牛市就不敢再投资股票了，在接下来的几年中，股票仍然是值得买入的。果然，在这篇文章发表之后，股票市场在 1985 ～ 1986 年又上涨了 50%，完全证实了大卫先生的远见。不过，这幅图带给我们的一个更适用的观点是，它实际上是图 10 的延伸。从长期来看，股票应当是我们可选择的最佳投资品种。如果将股利收益也考虑进来，并结合流动性、投资对象的管理与维护责任等因素综合考虑，除了不时需要遭受熊市打击之外，我们再也找不出具有美国公司股票这样的长期收益回报的品种了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 20　股票与其他五种投资对象的业绩比较：1975 ～ 1985 年



资料来源：*Forbes*, March 11, 1985, p. 222.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21 与资产有关的收购策略

当道琼斯指数达到高点、绝大多数股票市值计量指标都位于各自的历史高位时，你会发现，如果按公司资产的重置成本来进行判断，股票的定价仍然还是十分便宜的。但是，如果根据左图来进行判断的话，答案是否定的。图 21 给出了全部股票的市值总额（等于股票价格与总股数的乘积）与这些工业企业相关资产重置成本之间比值的变化情况。

可以看到，1968 年股票的成交价格平均为公司资产价值的 1.5 倍，根据这个指标或者其他任何计量指标来进行判断，股票的价值都被高估了。在接下来的 15 年中，股价一路下滑。在这一过程中，一方面由于股票价格的下跌，另一方面也由于受通货膨胀的影响，资产的重置成本越来越高。因此，股票市值与资产重置成本的比值开始变得越来越小。到 1980 年时，股票成交价格与相关资产重置成本的比值低于 70%。

我们还可以换一个角度，从收购方的立场来看待这个问题。如右图所示，在 20 世纪 60 年代，各大企业集团的领导人都忙于疯狂并购。这些收购方的行动如此快速，是因为他们深知当前自己的股票价值被高估了，因此在并购活动中，他们都急着要用自己已经被高估的股票来作为并购对价，买入被收购的小公司。到 1980 年，股票市值与有关资产的重置成本之比已严重缩水，到处都是便宜的股票，且大多值得投资者买入。但是在 20 世纪 80 年代的并购浪潮中，却鲜有收购方愿意用它们被低估了的股票来作为支付对价。现在，它们更愿意持有自己的股份，在仅有的几次大型并购中，企业都是利用浮动利率的垃圾债券进行融资的。正如右图所示，调整通货膨胀的影响后，到 1984 年，企业并购市值首次恢复到了 1968 年时的水平，但如果只看名义货币，1984 年的并购市值比 1968 年高出了 300%。

会计按照历史成本报告资产的价值，并不反映这些资产当前的价值或者重置成本。当股票市值与资产重置成本的比值相对较低时，直接收购要比创立公司更省钱。这就是并购浪潮兴起的原因。如果你想在某个特定的行业中扩大规模，显然直接去收购一家公司要比从头开始购置厂房与生产设施显得更加经济。为此，德崇证券公司发明了垃圾债券，为这场并购浪潮中的收购者提供了大量的资金支持。

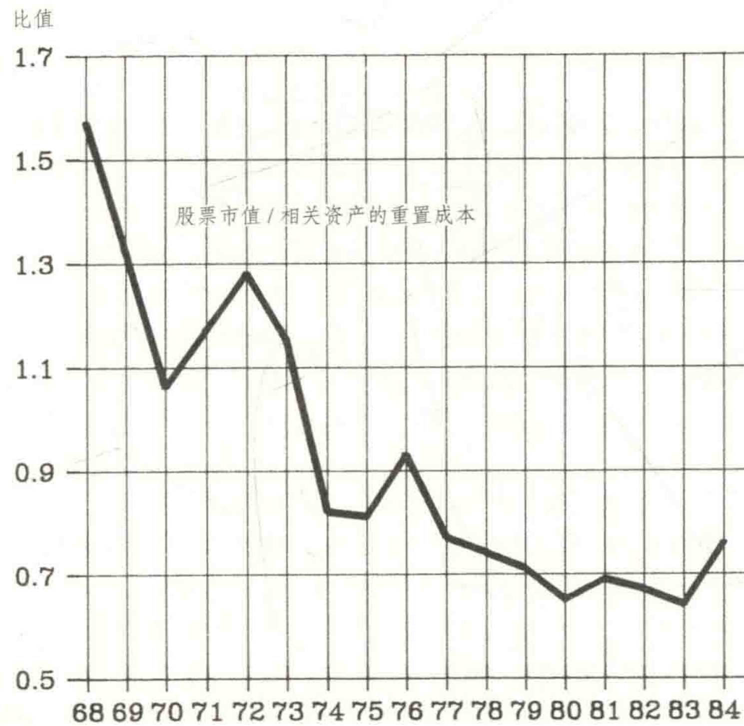
于是，这是不是意味着股票的定价依然还是偏低呢？很难这样说！1968 年的事实说明，并购狂潮的到来往往预示着股票市场的价值已经被高估了，在狂潮掀起之后的 5 ~ 10 年里，股价走势往往都不让人看好。自 1982 年以来，股票价格已经上升了 150%，这使股票市值与相关资产的重置成本之比从 0.69 重新回到了 1.70 的高位——当然，这个比值的分母也是在同步上涨的。受通货膨胀因素的影响，自 1982 年以来，该比值的分母价值上涨了大约 20%。用 1.7 除以 1.2，我们所关注的这个比值重新回到了 1.4 的水平上，虽然与 1968 年时的比值水平相比较略低，但并没有低多少。因此，大家应当提高警惕了！

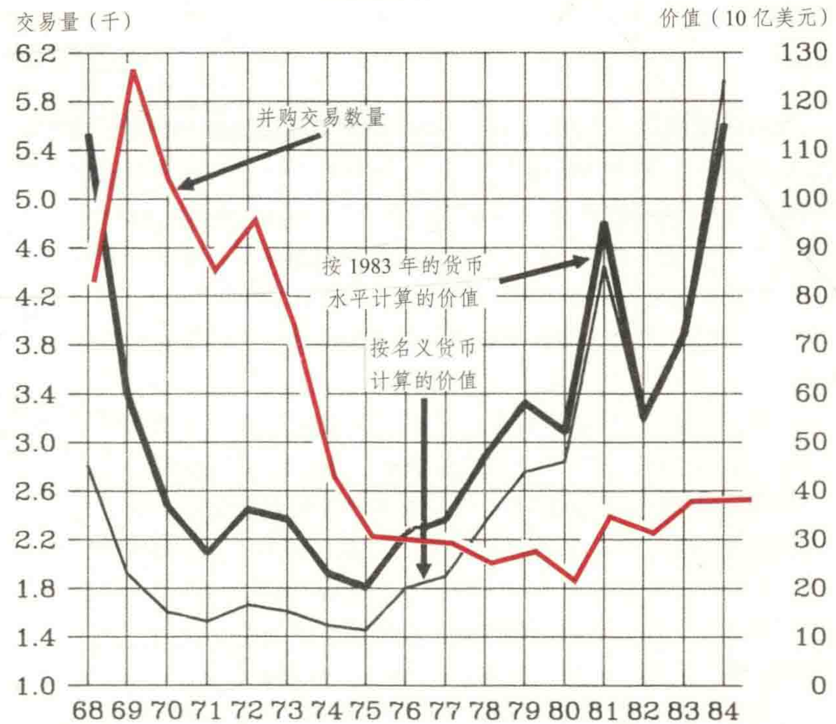
再版补充

在并购浪潮和科技股 IPO 狂潮中，大量交易都是以股份作为支付对价来完成的，这直接增大了股票市场上的供给量，使未来的股票价格增长产生压力。2007 年，记录在案的企业并购交易大多是直接用货币资金进行支付的，这减少了股票市场上的股票供应，刺激了股价上升。以现金为基础的并购交易可产生难以想象的牛市效应。因此，对于企业的并购活动，我们需要特别留心并购方的支付方式，并区分不同支付方式的影响——以货币资金为基础，则预期将出现牛市；相反，若以股份作为支付基础，则预期不久将会出现熊市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 21 股票、通货膨胀与并购活动：1968 ～ 1984 年





资料来源：Allan Sloan, "Why Is No One Safe?" *Forbes*, March 11, 1985.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

22 悄无声息的股市崩盘

人人都意识到股市在上涨，但是，如果调整了通货膨胀的影响，现在的股票市场定价水平却仍然低于 20 世纪 60 年代——这种说法是对的还是错的呢？事实证明这种说法是对的。图 22 上部是 1915 ～ 1984 年的道琼斯工业平均指数走势，下半部则是相同期间内调整了通货膨胀影响之后的道琼斯工业平均指数走势，两相对比，完全是两个不同的故事。在上下两个市场图形之间，是居民消费价格指数曲线，它代表通货膨胀水平的变化。

首先，请注意图 22 早期所发生的故事。调整了通货膨胀的影响之后，股票价格在 1915 ～ 1921 年下跌十分惨重。正如你可以从图 53 中了解到的，在这段时期内，西方国家发生了非常严重的通货膨胀。由于这段时期内的股价涨幅并不算高（详见图 27），因此，调整了通货膨胀的影响后，这段时期内的股价甚至还是下跌的。如果股票价格的涨幅无法超过通货膨胀的幅度，那么，它们的“真实”价值实际上是下跌的。这使得 20 世纪 20 年代初的买入都十分划算。

有趣的是，如果调整了通货膨胀的影响，那么，由于 1921 ～ 1929 年的居民消费价格指数轻微下跌，因此，在 20 世纪 20 年代的那场牛市盛宴中，股价涨幅比我们想象的更大。从名义上看，道琼斯工业平均指数从 1921 年时 63.9 点的水平涨到了 1929 年时 381.17 点的水平，涨了 5.97 倍；但如果调整了通货膨胀的影响，该指数其实是从 33.83 点涨到了 216.33 点，涨幅为 6.4 倍。虽然这对于投资者也没有多少安慰，但调整了通货膨胀的影响后，1929 年后的股价下跌幅度实际上只有 86%，而不是道琼斯指数的名义下跌幅度 89%。同样地，这也是由于居民消费价格指数下调的影响。

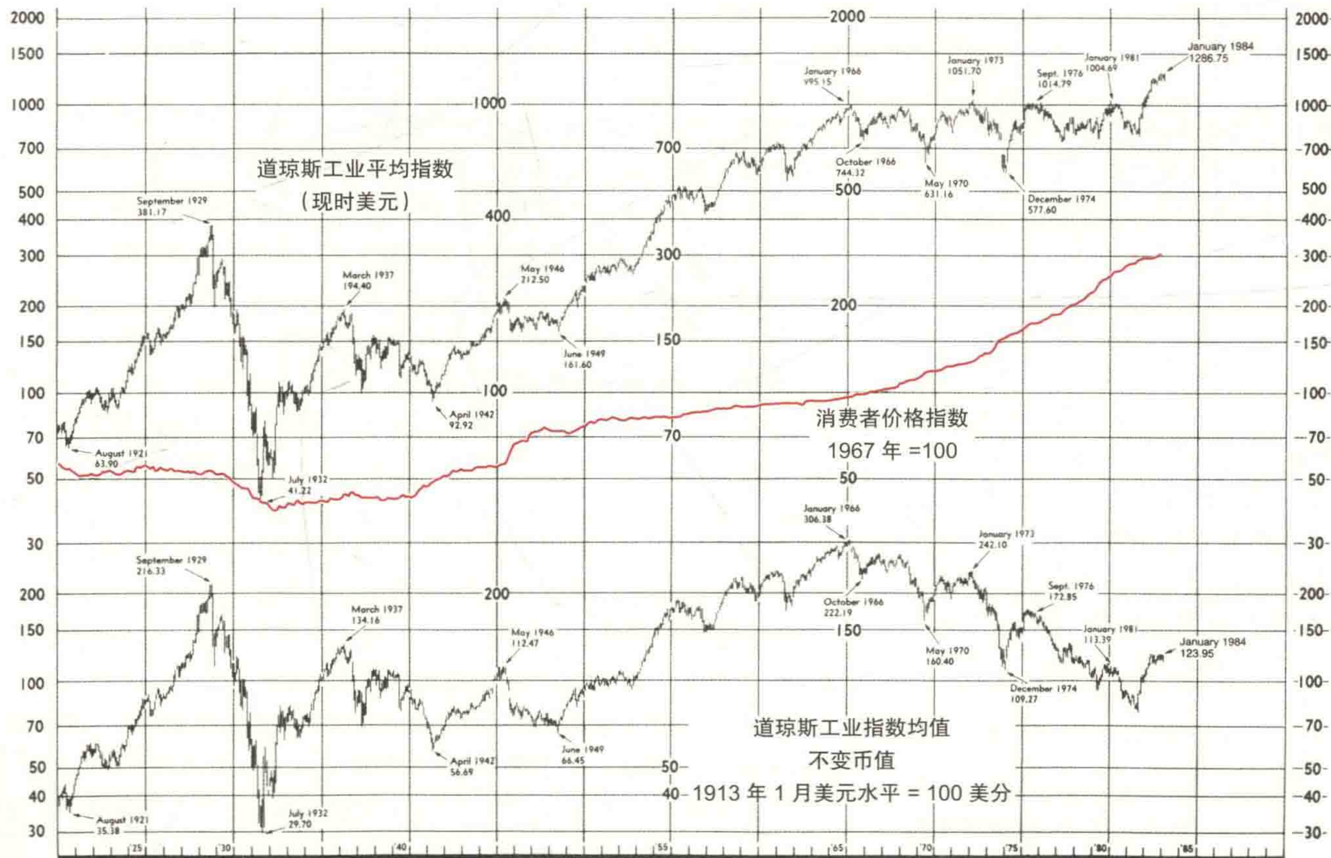
从这里我们可以认识到，通货膨胀一直在吞噬市场真实的投资回报，因此，当 1965 年的道琼斯指数差一点就到达 1000 点时，如果调整了通货膨胀的影响，其实它的点位还不足名义点位的 1/3 水平——只相当于 306 点的水平。更有意思的是：在通货膨胀一直都十分猖狂的 17 年时间里，股票市场却一直无精打采地盘旋调整。1982 年，道琼斯工业平均指数蹒跚跌落至周期性低点 769.98 点，而它调整了通货膨胀影响之后的真实价值却还不到 85。这意味着在这 17 年当中，整个市场的真实购买力水平跌去了大半，跌幅为 72%，与 1929 年的大崩盘完全有一比，而 1929 年的跌幅是 86%。

当然，图 22 已经是两年以前的了，当前的股票市场已经涨回了大约 62%，道琼斯指数已在 1987 年年初达到了 2200 点。居民消费价格指数在 1984 年至 1987 年年初上涨了大约 11%，因此，调整了通货膨胀的影响之后，1987 年年初的道琼斯指数水平实际上大约在 180.9 点的水平（用 123.95 乘以 1.62 与 1.11 之商）。

由于当前调整了通货膨胀影响之后的真实市场价值比 20 年前的水平更低，于是一些人认为，股票投资并不是一个很好的可用来对抗通货膨胀影响的投资工具，但他们仍然不知道应该把钱投资到哪里。还有一些人认为，图 22 说明当前的市场并不像本书中其他图所暗示的那样处于高位，因此选择在这样的市场中进行投资应当是恰当的。同样是这些人，他们还认为未来不可能出现像 1929 年那样的大崩盘，他们说，我们已经经历了那样的时期，17 年来持续的通胀掩盖了股市不景气的真相。等到未来某一天，当历史学家们说起最近这 17 年时，他们也许会将这段时期称为悄无声息的股市崩盘——因为资产全在贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 22 调整了通货膨胀影响之后的道琼斯工业平均指数：1920 ～ 1985 年



资料来源：Media General Financial Weekly, Richmond, Virginia.

再版补充

这是又一例可说明道琼斯指数有多不可靠的证据。在那著名的“17 年间”，按标准普尔 500 指数衡量的年化投资回报率是大于 0 的（在 1965 ～ 1981 年，平均每年的投资回报率为 7.7%），虽然低于平均值，但仍然是大于 0 的。而在同期，道琼斯指数却没有变化，这致使很多人都错误地认为这段时期的市场是没有投资回报的。为此，请大家不要再过多关注道琼斯指数了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

23 跟随移动平均线

投资分析存在两大学派——技术分析与基本面分析，双方的观点存在着很大差异。技术分析关注股票、市场、利率和相关事件的过去信息，然后在此基础之上建立对未来的预测。基本面分析看重对市盈率或账面价值的估值，同时重视未来经济发展趋势、行业与企业发展等信息，并以此为基础展开预测。

两大学派各自都有很多追随者，但是，基于下面这两个主要原因，接受基本面分析的投资者似乎更多一些。首先，历史上所有具有传奇色彩的投资大师都是基本面分析学派的，没有一位技术分析学派的代表。其次，截至目前，还没有任何一份严肃的学术研究能够证明过去的证券价格走势能够对未来的证券定价产生影响。因此，绝大多数同意上述说法的人都认为他们自己也是基本面分析学派的，包括我本人。

但是具有讽刺意味的是，我所知道或者听说过的全部伟大的基本面分析大师都会在他们最重要的基本面材料中变相地使用一些技术分析工具。这是为什么呢？因为有些技术分析工具确实是有用的——至少有那么一点点用处。比如，看看最简单的40周移动平均线有多厉害吧。它只需要将最近40周股票的收盘价加总起来，再除以40；并且接下来，我们可以每周都进行一次这样的计算，将最近一周的价格加入进去，去掉第1周的价格。将每周的计算结果连接起来，就得到了40周移动平均线。如果当前的市场价格位于这条移动平均线之上，就可以看涨市场；如果当前的市场价格在这条移动平均线之下，则需要看跌市场。

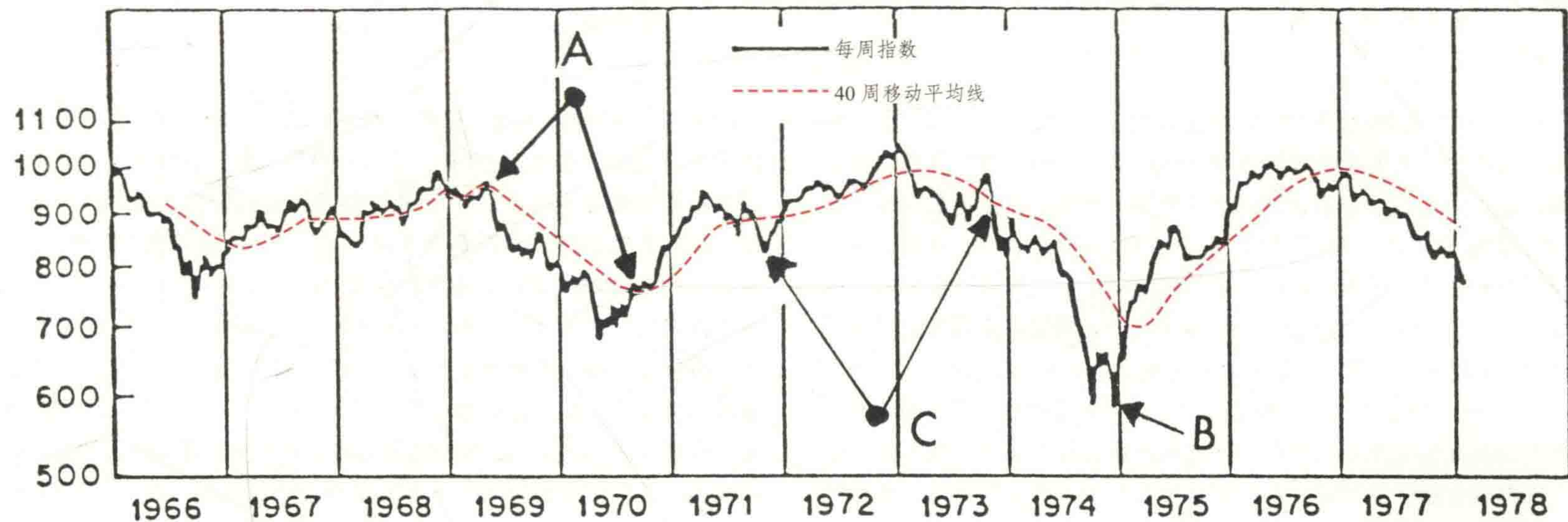
图23列出了1966～1978年的市场指数和它的移动平均线变化趋势。可以看出，这两条曲线互相靠近，走势非常接近。如果你在每次市场指数向上穿越移动平均线时买入，等待市场指数向下穿越移动平均线时再卖出，那么，在多数情况下，你都站在了市场“正确”的那一面。下面用两个例子来说明。首先，请参见图中点“A”，第一个点A出现在1969年中期，市场指数向下击破了移动平均线，如果你在那时将手中的证券卖出，就可以避免接下来发生的幅度高达200多点的下跌。第二个点A发生在1970年中期，道琼斯工业平均指数向上穿越了移动平均线，如果你在那时买入证券，则可以享受接下来高达150点的涨幅。

移动平均线并不能告诉我们市场什么时候会发生转向——它们只能在转向事实发生以后再向我们证实。比如，图中的B点是市场开始反转向上的时点，在这一点之后过了很长一段时间，市场指数才在1975年向上穿越了移动平均线。有时，你确实有可能会遭受这样的市场洗盘。点C则表示，有些时候市场指数会在一个狭窄的范围内不停地波动整理，如果此时依靠移动平均线，你就会不停地进出市场，却难以成功。不过，如果仔细观察这些情形，你会发现，即使是被市场洗盘，相比在其他情形下可能赚得的收益来说，损失也是非常有限的。

我本人从来没有将移动平均线作为我的严格买卖决策标准，但它能够给我警示，提醒我有时候事情并不是像我所想象的那样发展。不过，如果我总是绝对地遵守移动平均线这个判断标准，我的投资业绩应当比现在更好。此外，选择40周移动平均线也并非它有什么神奇之处，39周、41周、2周或2002周移动平均线都是可以的，只不过移动期越短，就越容易发生判断失灵，而移动期越长，就越不容易得到警示信号。40周看起来是比较合适的，40周移动平均线所发出的警示信号大多都是值得我们重视的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 23 道琼斯工业平均指数的 40 周移动平均线：1965 ～ 1977 年



资料来源：Martin J. Pring, *Technical Analysis Explained*, First Edition, New York: McGraw-Hill Book Company, 1979.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

24 重大新闻对股市的影响

“总统被刺！赶快把手中的股票全都卖出！”1963年11月22日肯尼迪总统遇难时，大街小巷都流传着这样的消息。聪明的投资者却不会这样做。在那个周五，当消息传出来的时候，道琼斯工业指数立即下挫了28点（跌幅为3.8%）。但是到了周一，下跌缺口已被完全补回，并且相对于周五还上涨了不少。在接下来的两年中，牛市依旧。肯尼迪是继罗斯福和1955年因心脏病去世的艾森豪威尔之后最受民众欢迎的国家领袖，然而，市场对这位总统先生的离去所做出的反应不过如此。

图24说明，股票市场的走势其实很少会受到那些骇人听闻的新闻影响。那些看起来极度重要的消息，其实对市场并没有多大影响。也许你是一位反商业金融的强硬派，坚信战争是有利于工商业发展的，甚至可能直接就是由华尔街所导致的。为了证明战争会影响股票市场，你拿出了美国股票市场在朝鲜战争那三年中大涨了28%这个事实。那么请问，为什么股票市场在这场战争结束之后的三年中，还继续大涨了66%呢？所以，所谓的重大新闻实际上对股票市场的影响是非常有限的。

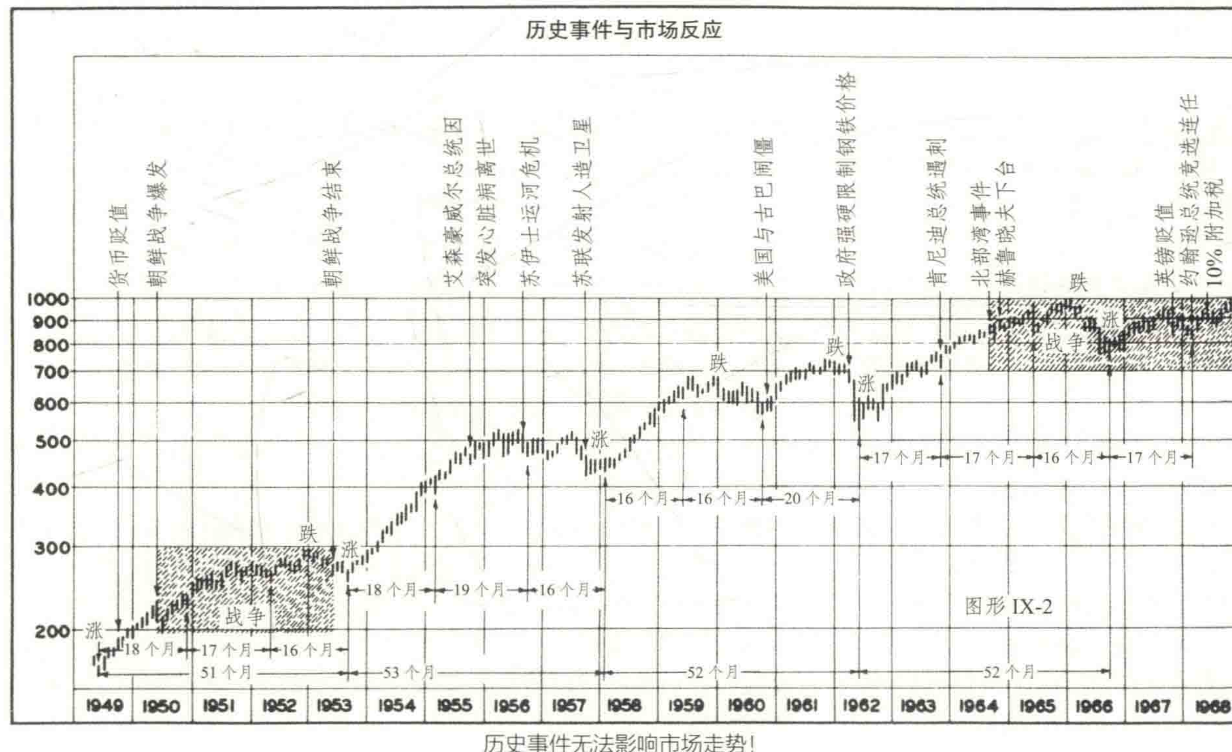
股票市场对于政治不感兴趣。再看北部湾事件或者苏伊士运河危机呢？它们也没有让股价从正常走势中脱轨。1968年，在新罕布什尔州的总统初选中，尤金·麦卡锡让约翰逊总统极为难堪，并使其最终宣布放弃谋求连任，退出竞选。再一次地，我们也看不到这一事件对股票市场的走势产生了多大影响。

确实，当肯尼迪总统在1962年宣布要阻止钢铁的价格上涨时，市场的表现非常糟糕，但也许在那个时候，正好市场本身也想要歇一歇了。因为在这之前的连续13年里，公司IPO创下新高（请参考图19中对公司IPO和超额定价的讨论），市场的连续涨幅已经高达250%——在这当中，就连下挫15%的情况都没有出现过。那么，在其他年代里呢？出现过重大事件影响股票市场走势的情况吗？在1906年的旧金山火灾和地震事件之后，市场曾经出现过小幅下挫。但实际上，那一次股价下跌在灾难事件发生前几天就开始了，下跌能量衰竭后，市场指数很快回到了地震前的水平，然后才开始了真正的回落（详见图32）。那么在两次世界大战期间呢？在关于这两场战争的消息发布前或者发布后的那一周内，你找不出任何的股价异动——无论是向上的还是向下的。有趣的是，就在1942年宣布价格管制之后，股票市场很快就见底了，然后股价便开始飙升；到1946年价格管制结束时，股票市场的表现仍然是先触底，然后价格飙升。因此，你愿意怎样解释这种现象就怎样去解释吧。

相对于市场本身的运行规律来说，新闻消息的发生是随机的，消息并不能改变市场的走势。华尔街有句老话是这样说的：“市场知道一切。”这说明，市场对于将要发生的事实早已经有所了解，就好像它可以直通“上帝”一样。不过，更为现实一点的做法是，可以将这种现象理解为市场并不在乎这些个别事件的发生。我们总是过度地以人类为中心，所以我们才会喜欢打听各种新闻消息；而市场其实非常清楚，没有任何人或者任何事件可以改变整体经济格局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 24 股票价格走势与新闻事件：1949 ～ 1968 年



资料来源：J. M. Hurst, *The Profi t Magic of Stock Transaction Timing*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, Inc., 1970.

再版补充

即使是大规模的恐怖事件也不能摧毁我们的市场。2001 年，911 事件发生之后，股票市场遭受急速重挫，但是，仅 19 个交易日后，市场指数便重新回到了 911 事件之前的点位上，并且直到当年年底都走势不错。此后的恐怖袭击对股票市场的影响就更微不足道了。对于 2004 年发生的马德里火车爆炸案，美国股票市场用了 5 个交易日便恢复正常；在 2005 年伦敦地铁爆炸案发生的那一天，美国股票市场的整体涨幅还是大于 0 的。所以，真正能推动股票市场走势的，其实是那些你从新闻里完全读不到的消息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25 股票价格与经济萧条

人人都在说我们正处于经济萧条时期，所以我应该赶紧把股票卖出去了，对吗？问题也许并不是这样的！事实证明，利用过去的股票价格变化情况，我们可以很好地预测未来经济的走势；但是，如果想要通过未来的经济数据来预测股价的走势，却不是那么容易的。

这其中的道理如下：由于股票市场的走势几乎总是领先于经济发展，所以，股市是非常神奇的。在经济开始出现下滑前，股市会提早下行；在经济出现复苏前，股市也总是提前出现向上的逆转行情。请仔细观察图 25，事实总是如此。

这幅经典的图列出了标准普尔 500 指数在 1948 ～ 1976 年的走势情况，背景中的阴影部分代表经济衰退出现的时期，非阴影部分则表示经济扩张的时期。每一段阴影的起点都是由经济繁荣期首次过渡到不景气时段的时点，而终点则表示经济萧条期的结束，下一轮工商业繁荣扩张期的开始。比如，以 1970 年为例，阴影的出现告诉我们，正好在这一年即将到来之前，经济开始出现下滑，并且一路低迷，直到 1970 年年末才出现改观。接下来，在 1971 年、1972 年和 1973 年的大部分时间里，国家经济走势良好。

现在，请注意观察阴影（即经济衰退）时段里的股票市场走势情况。在经济开始变糟糕之前——通常是提前 1 年或者更长的时间，股市就已经开始下行了；而远在经济衰退期里最糟糕的时点出现之前，股票市场已开始扭头向上发展了。举个例子，请看 1970 年的经济不景气时期。股价指数其实在 1968 年就到顶了，比经济衰退期的到来提早了整整一年的时间；接下来，在这段经济衰退期大约发展到一半的时候，股价指数就已经见底，并扭头上行了，而此时的经济却还在继续下滑。所以，其实就在经济最黑暗的时刻，当凡事都还在最糟糕的状态下，而你已经被吓坏了的时候，股价指数却已经先知先觉，找到了向上突破发展的路径了。

对大多数人来说，这是非常难以理解的。根据国家经济研究部门的说法，在他们“领先”经济指标这个指数构成项目中，股票市场的走势可以说是最有用的一个单项指标，用在预测未来经济走势方面，效果是非常完美的。从图 25 中可以看到，股市的下跌几乎预言了每一次经济衰退期的到来，只有一次比较猛烈的下滑例外（1962 年）。

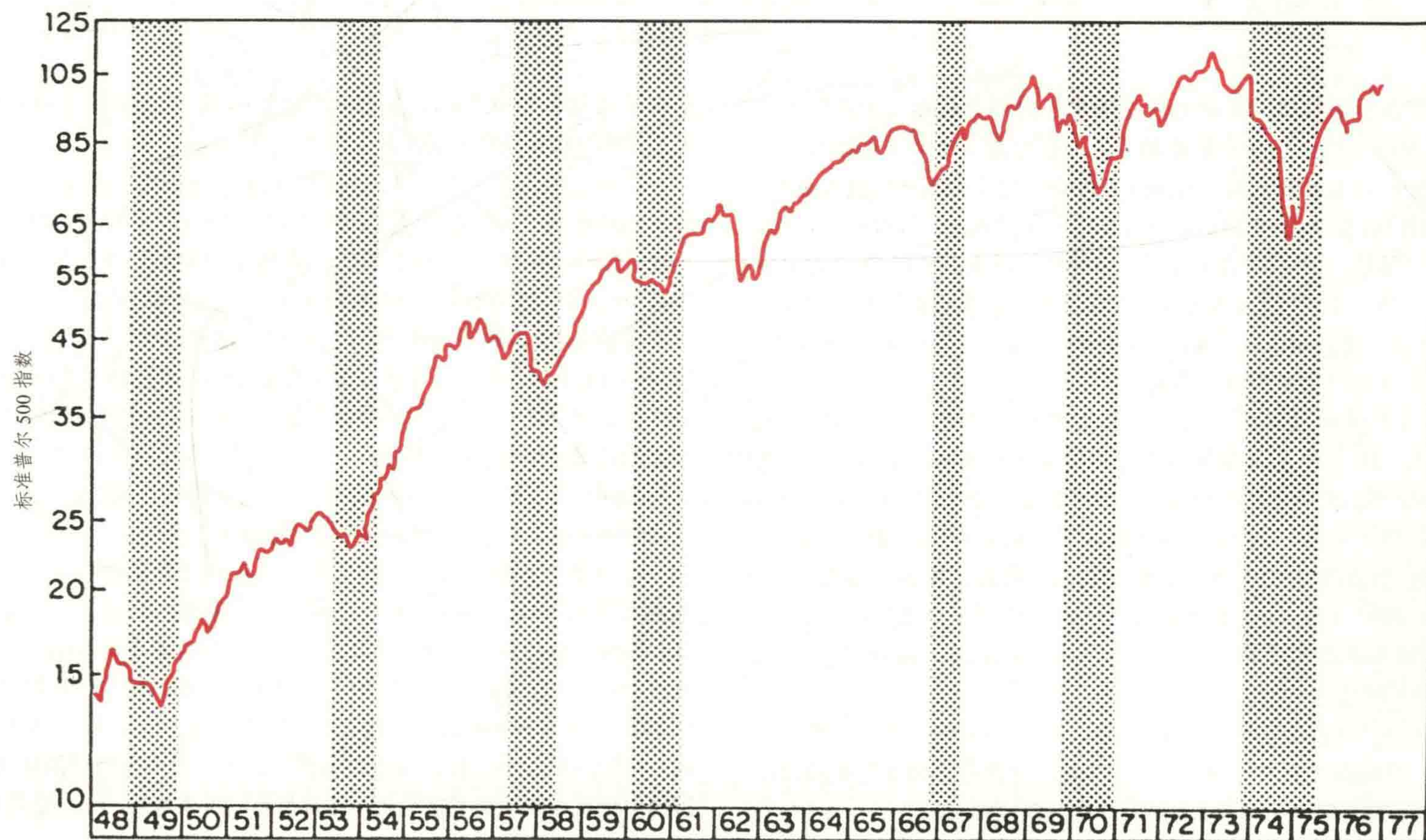
众所周知，由于经济学家们即使提前几个月都难以准确地说出未来经济的走势，所以，要想依靠经济预测数据来判断股票市场在什么时候能够见顶或者见底，是完全不可能的，除非经济学家们突然有了能够提前至少一年就预测到经济周期的波峰或者波谷的本事。在大多数情况下，多数经济学家都是过度乐观的，而大多数普通人都是在经济不景气时期里已经度过了好几个月，才忽然意识到经济衰退的来临。所以，当你发现股票市场上的价格已经进入了下滑通道，其实那就表示未来 6 ～ 12 个月的经济即将走弱。在经济衰退期中，即使经济周期仍然还在继续向下发展，我们也可以指望股票价格掉头向上的那一天。是的，市场就是这么难以预测，但又如此美丽诱人。

再版补充

如果我们将本幅图更新（现在的信息这么丰富，你可以很容易且不用花费任何代价就完成这个工作），会发现故事依然还是一样的。不过请注意，几十年来，政府部门总是喜欢事后去修补和“完善”经济数据，这对我们的分析是有一定影响的。在十几年前的《福布斯》杂志专栏中，我甚至还专门撰文谈到了这个问题——股票市场的走势与政府部门的数据之间仍然存在着这种相关关系，但是目前这种关系已经没有过去那么纯粹了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 25　标准普尔 500 指数与周期性的经济下滑：1948 ～ 1977 年



注：阴影部分表示美国经济下行期。

资料来源：Richard Crowell, *Stock Market Strategy* , Boston: McGraw-Hill, 1977.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

26 九大重要的股票市场周期

你是否曾经琢磨过，牛市大约每隔多长时间才出现一次呢？熊市呢？图 26 中的两幅图用非常简单的方式向你呈现了牛熊市的变化。这两幅图均出自马丁 J. 普林格（Martin J. Pring）先生的著作《技术分析：投资者指南》（*Technical Analysis Explained: An Illustrated Guide for the Investor*），他的这本书中包含了非常丰富的各类图表。从图 26 中你可以看到，在 1929 ～ 1977 年一共出现了九次比较大的牛市走势和九次比较大的熊市走势。这说明，在这 48 年的时间里，大约每隔 5.3 年（= 48 年 / 9 次）便会经历一个繁荣与萧条周期。

从图 26 中还可以看到这几次重要的牛熊走势所经历的时间。我们可以发现，从 1929 年开始的股市下行持续了整整两年半时间；而从 1937 ～ 1942 年的下降趋势历时最长，用了整整五年时间；1946 ～ 1949 年的下调持续了三年；而 1953 年开始的下行只在一年后便宣告结束；1956 ～ 1957 年的股市走弱其实更像是在高位盘整，而不是陷入熊市，历时两年；1962 年和 1966 年开始的下跌各自持续了一年时间；最后，1968 ～ 1970 年的股市下滑经历了大约一年半的时间，而 1973 ～ 1974 年的下调则历时两年。

如果仔细算算你会发现，在 48 年里，只有大约 19 年是在主要下降通道中的，时间占比为大约 40%。平均来说，这九次熊市走势平均每次所持续的时间刚好略高于两年（19 年 / 9 次 = 2.1 年 / 次）。

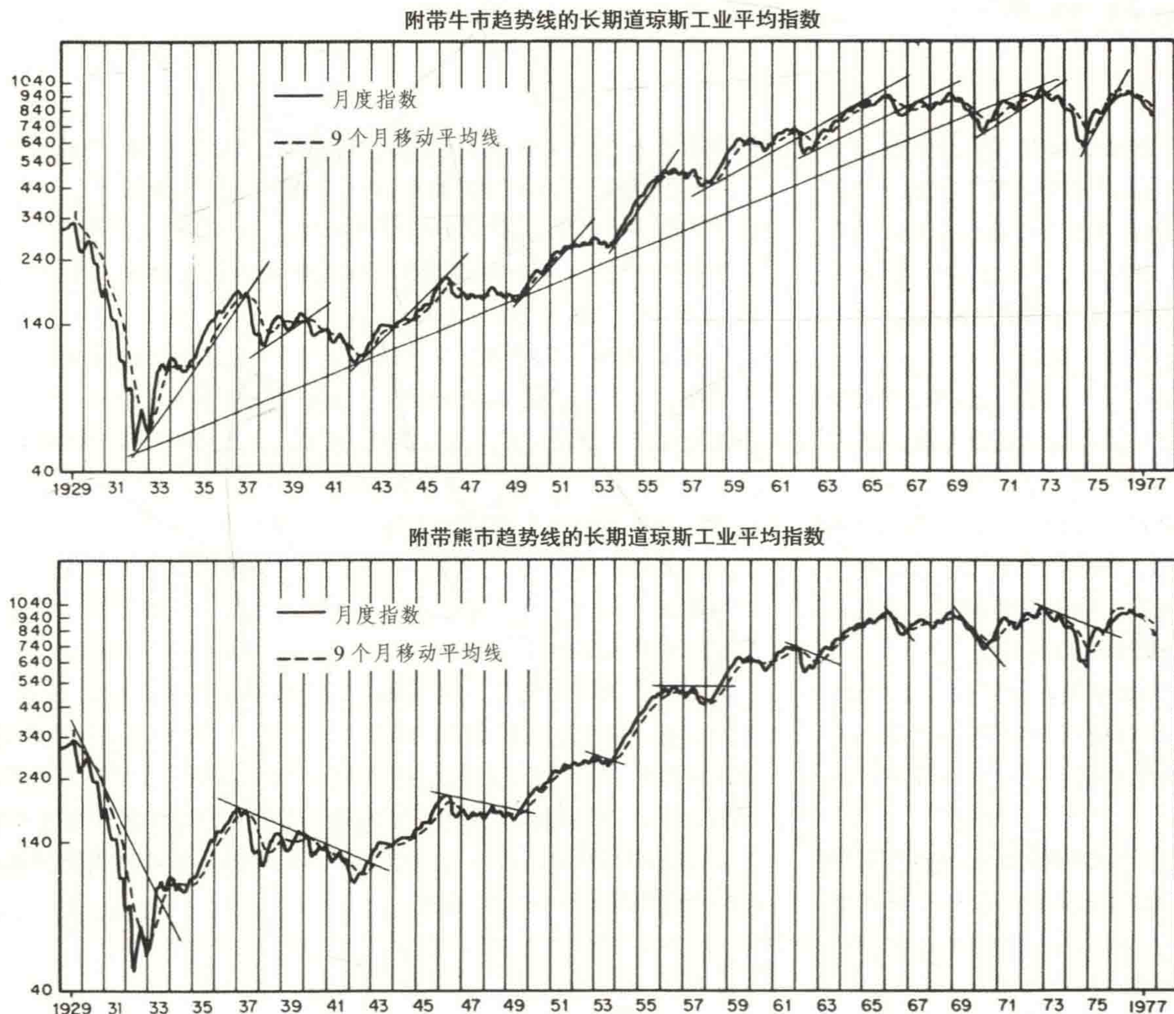
有趣的是，如果我们将 1937 ～ 1942 年那场历时特别长的熊市走势排除在外，结论也不会发生多大变化。八次熊市走势一共耗时 14 年，意味着平均每次熊市历时 1.75 年（= 14 年 /8 次）。因此，不管怎样计算，平均每次熊市萧条期的历时为大约两年。

作为对照，每次牛市所持续的时间平均为三年。1932 ～ 1937 年的股票市场火热了大约五年时间；而 1938 ～ 1939 年的欢乐只有不足两年；1942 ～ 1946 年，牛市持续了四年；从 1949 年中期到 1951 年，再从 1954 年到 1955 年，这两场牛市分别持续了两年半和两年；1958 ～ 1962 年，牛市持续了四年；1962 ～ 1966 年，三年半；1970 ～ 1973 年，两年半；最后，1974 ～ 1976 年，两年。这样，这九次重要的牛市行情一共耗时 27.5 年，意味着平均每波牛市行情可以热闹三年。从时间上来看，股票市场在大约 60% 的时间里都处于牛市行情中。同样地，如果我们将 1932 ～ 1937 年那次持续时间非常长的牛市排除在外，来与熊市进行比较的话，每次牛市持续的时间平均为 2.8 年（22.5 年 /8 次 = 2.81 年 / 次）。

结论是什么呢？从历史发生概率来看，结果稍微有点不太符合悲观主义者的胃口，不过也不是特别过分。你可以认为，在 60% 的时间里，股票市场的发展行情会是波动向下的，而在剩下的 40% 时间里，则是波动向下的。请注意，在 1987 年的这波牛市行情中，市场实际上是从 1982 年 8 月开始启动的，截至本书写作之时，已经持续了整整四年时间——与历史标准比较，这已经算比较长了。图中所列出的这九次牛市行情中只有三次持续了这么久，而且都难以再多持续一年。这告诉我们，现在大家应当要警惕市场可能会变天了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 26 附带牛熊趋势线的长期道琼斯工业平均指数：1929 ～ 1977 年



资料来源：Martin J. Pring, *Technical Analysis Explained*, First Edition, New York: McGraw-Hill Book Company, 1979.

再版补充

现在，我对这幅图的看法有了变化。道琼斯指数是一个噪声量比较大的市场代理变量，而最近的几次牛市历时都比较长——20 世纪 80 年代和 90 年代的牛市行情都分别持续了差不多 10 年。这是不是说明，我们当前（指 2007 年）的这波牛市行情也必须持续 10 年呢？不！不过，有没有持续 10 年的可能呢？当然有！牛市行情的结束是由多种原因引起的——这其中并不包括持续时间这一项，而往往是由于投资者所没有预期到的坏事发生了，或者市场供给量大大超过了需求量。所以，我们需要多从牛市产生和消逝的原因入手，而不要单纯地去计算它所经历的时间长短。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

27 繁荣的 20 年代还会重现吗

想感受惊心动魄吗？如果市场上的股票价格突然大幅飙升会怎么样？请将最近 25 年和 1929 年股市大崩盘之前 25 年的道琼斯工业平均指数走势进行比较，你会发现图 27 的两幅走势图几乎难以进行分辨。这两幅图一个开始于 1905 年，并以臭名昭著的 1929 年股市大崩盘作为结束；另一个开始于 1965 年，并以 1986 年作为终点。认真研读这两幅走势图，能让你有机会仔细思考当前市场中存在的风险。

两幅走势图的惊人相似让人既害怕又高兴。这两幅走势图，都经历了长达 17 年的积累期，然后行情突然爆发，随之股价迅速上涨。在 20 年代的走势图中，市场指数在 1924 年突破了 100 点，然后便一路向上直冲，并在 5 年后达到一个异常的高位，380 点。好的一面是，如果这两幅走势图的共性代表了某些更为深刻的东西，那么，我们便可以预期当前的市场（在 1983 年突破了 1000 点大关之后）能够继续向上，并且在大约五年之后，或者说 1988 年年初期，达到 3500 点的高位。

但不好的一面是，在欢乐的牛市之后总是伴随着可怕的暴跌行情，请想想 1929 年 10 月所发生的事件。如果我们相信 1987 年的情景是在重复 60 年前的故事，那么，就应当小心股票价格会如自由落体般恐怖下跌。

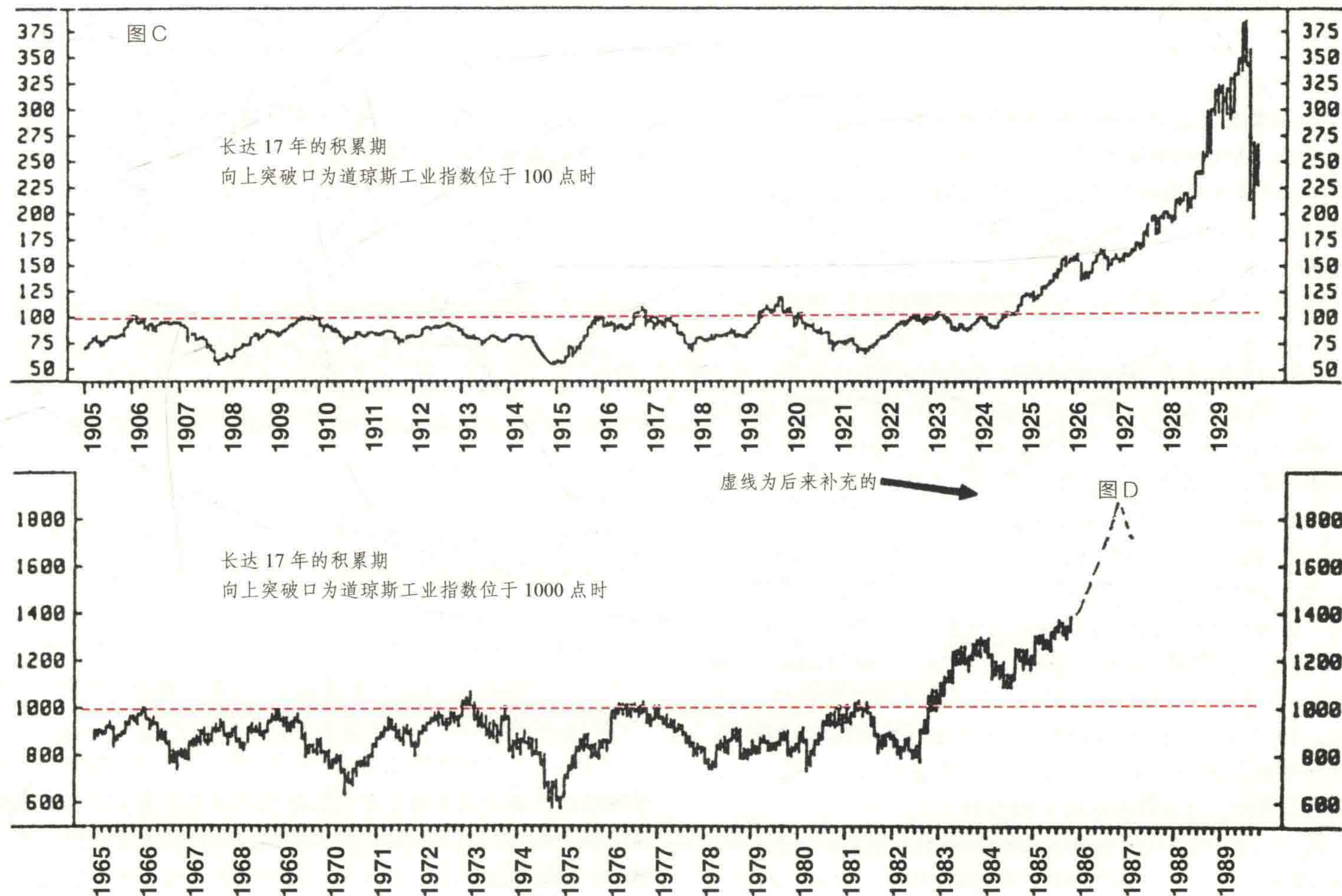
除了图 27 之外，还有其他证据也指出了当前的行情与 1929 年时的相似之处。比如，请看图 1 和图 2，它们都说明股票市场在 1987 年的整体市盈率水平是高于 1929 年的。类似地，图 30 也指出，在 20 世纪 20 年代末期兴起了公司并购的狂潮，这与我们目前所处的状况也非常类似。此外还有一点：欧洲股票市场从 1986 年春天开始已经掉头向下，而从稍后的图 29 中，大家也可以看到，欧洲股票市场在 1928 年开始下跌，这对 1929 年的大股灾发出了预警。

图 1 中列出了 19 世纪末期的情况，其中包括一场持续时间很长的牛市周期。事实上，在 1965 年之前，股票市场也是从低迷中复苏，然后热热闹闹地在上升通道中欢乐了将近 30 年。截至 1965 年和 1905 年，股票都是全价出售的。因此，是否在 20 世纪 20 年代和 80 年代，大部分年龄在 50 ～ 60 岁的大人物们从小就是这样长大的，所以他们才会认为价格总会不停地上涨？对这一代人来说，只有将市值不停地做大，将股价不停地推高，并且一直这样持续下去，才是正常的回报形式。因此，他们是意识不到风险的存在的。

不过更为可能的是，这两幅走势图的奇妙相似完全只是出于巧合，并无他意。关于这一观点的一个最佳论点是，近期的通货膨胀率特别高，而这种情形不适用于 20 年代的行情中。如果调整了通货膨胀的影响，如图 22 所示，那么 80 年代的牛市走势与 20 年代的行情就毫无相似之处了。当前的股票价格确实已经很高了，但我仍然愿意相信这两幅走势图的相似仅仅是出于惊人的巧合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 27　20 世纪 20 年代和 80 年代的道琼斯工业指数走势比较



资料来源：摘录自 *Barron's*, November 18, 1985.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

28 市盈率可产生欺骗性误导

1929年时，股票价格高得离谱，任何理性的人都应当能看出当时股票市场的泡沫很大，市场崩盘即将来临。情况真是这样吗？不是的。你看，市盈率——这个绝大多数投资者都会使用的估值指标，是可能产生误导的。较低的价格/收益比（即市盈率，P/E 指标）并不总是意味着股票的定价低，很多相信市盈率这个指标的人难以接受这一点，正因为这样，才有了1929年的股市大崩盘。投资者们不顾那时的股指已经是1926年水平的两倍，是1913年水平的三倍，仅仅因为当时的市盈率看起来还不错，就买入了很多估值过高的股票，然后眼睁睁地看着股价往下跌。

道琼斯工业指数的市盈率在1929年早期时为20倍，当时市场已经上涨了大约30%了，但由于企业的利润上涨得更多，因此，到当年年末，当投资者发现市场平均市盈率只有13倍时，怎么会感到害怕呢？欧文·费雪（Irving Fisher）先生（与我没有任何关系）是那个年代里迄今为止最著名的经济学家，他在耶鲁大学的讲台上自大地说，当时的股票定价并不高，因为企业利润上涨的速度更快。这位费雪先生认为当时的市场表现是经济强势的体现，他将这种观点表达在了图28中，并将它收录进他在1930年出版的图书《股市崩盘前后》（*The Stock Market Crash and After*）中——这真是一个活生生的例子，为我们说明了"专家"也可能错得很离谱。1930年，当长达三年的自杀式下跌行情进行到一半的时候，这位费雪先生还争辩说，未来不会再有令人害怕的现象出现了，因为市盈率是非常合理的，并且还在继续下调当中。

在图28中，黑色的粗实线代表1929年每一个月的平均市盈率水平，而虚线则代表1928年每一个月的平均市盈率水平（因此，横轴中的每一个月份同时表示这两年中的）。我们从左至右跟随虚线的走势可以看出，市场市盈率在1928年一直处于上升趋势（从1月的13倍为起点，到12月结束时，已经超过了15倍）。相反地，在1929年中，市盈率却从1月的16.2倍跌为了年末的10.8倍。

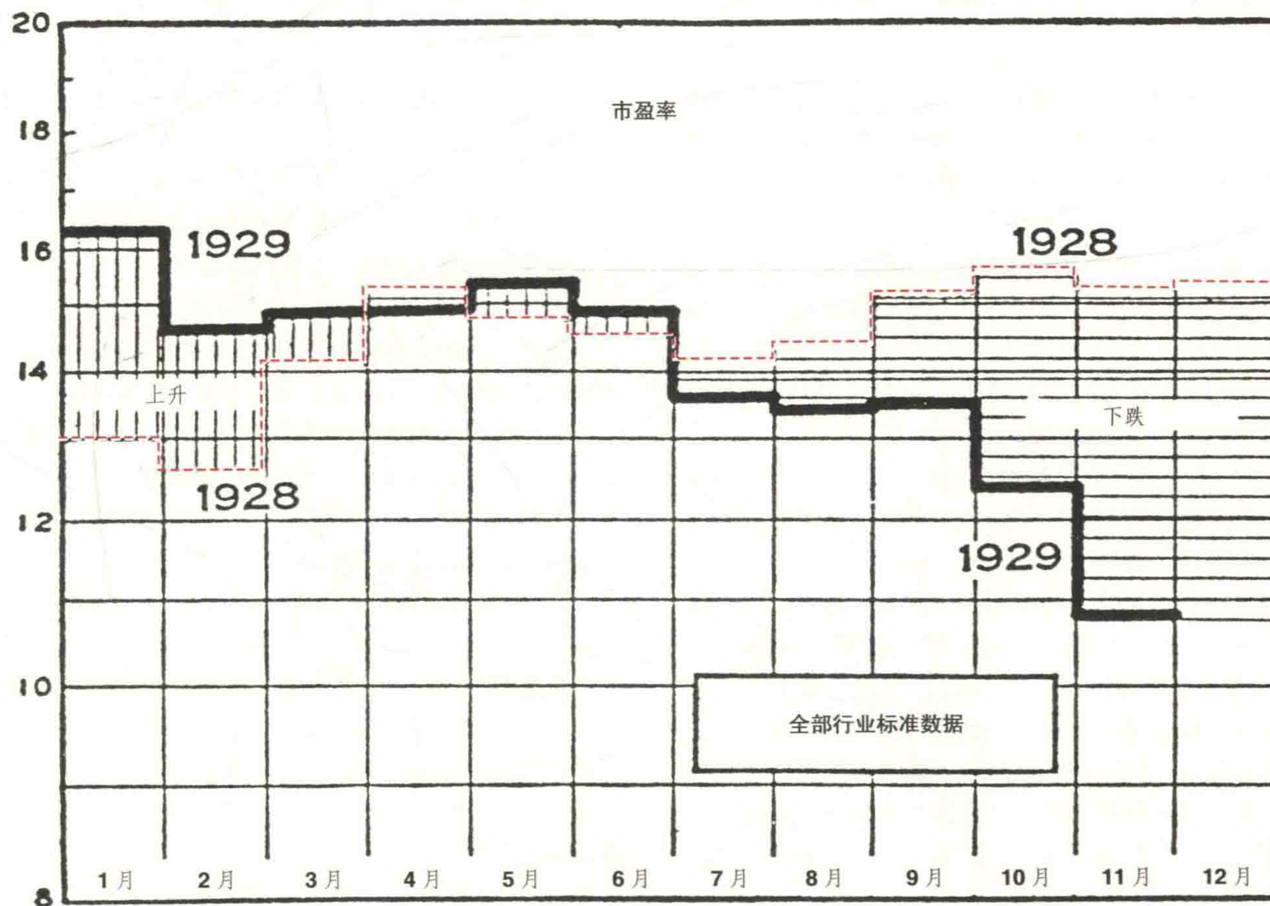
1929年，道琼斯工业指数从300点最高涨到了9月3日的最高位386点，上涨幅度超过了29%（这恰好与1985年的股价涨幅相当）。在这个过程中，企业利润也一路上涨，不过，股价的上浮主要发生在当年的6月、7月和8月，而企业的利润增加则主要发生在当年年初。但是，投资者们看到了企业利润的大幅增长，都以为这样的企业业绩足以支撑更高的股票价格。

那么，到底是哪里出了问题呢？首先，企业的盈利报告在季度结束后的六周以后才会被逐渐披露，因此，等我们知道企业利润下降的时候，悲剧早就已经发生了。比如，如果企业的业绩在该季度的第二个月里变差了，投资者也只有等到几个月以后才能了解到真相。其次，盈利信息是容易产生误导的。当企业某一期的利润暂时比较高时，如果恰逢乐观的人们将股票价格也推得很高，这时企业的市盈率就会由于分母每股收益的增大而仍然处于较低的水平。当时的市场就是这样的，在1929～1932年，股票价格一路下跌，而同时企业的盈利也蒸发了，由于分母（每股收益）下降的速度比分子（股票价格）更快，因此，在这两方面因素的共同影响下，市盈率水平变得非常高。

那么，上述这些结论对当前的股票市场有何启发呢？如果某些专家单纯依据市盈率或者对企业未来盈利的预期就妄下结论说企业未来的股票价格会上涨，请不要盲信他们的话，他们其实可能根本都还没有搞懂他们自己说的是什么。多年来，我在我的《福布斯》杂志专栏和上一本著作中都一再强调，不要单纯依赖于市盈率这个指标，综合参考各类估值指标会更好。单凭市盈率指标是难以得出正确结论的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 28　市盈率指标的走势：1928 ～ 1929 年



资料来源：Irving Fisher, *The Stock Market Crash and After*, New York: The Macmillan Company, 1930.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

29 明确的预警

很多人都认为，1929 年的股市大崩盘来得非常突然，没有一点预警信息出现。其实不是这样的！当时，欧洲股票市场曾经传来了非常明确的预警信息（那是任何同时代的观察者都不应当忽略的信息），但是，却几乎没有什么人意识到。图 29 列出了当时纽约、伦敦、柏林和巴黎股票市场的价格走势情况，你可以从图中看到预警信息的出现。1929 年 10 月前后所发生的事件和当时纽约股价的惨烈下跌，现在大家都已经非常清楚了。但是，下面这些事实，你是否意识到了呢？

- 在当时，世界上还存在着其他重要的股票交易市场。
- 伦敦、巴黎和柏林的股票市场也遭遇了同样惨烈的暴跌。
- 在纽约股市崩盘的前 1 年，伦敦和柏林的股票市场均已在 1928 年见顶（见图中点 A 所示），并且，接下来它们均步入了明显的下行通道，股价一路下跌，直到纽约股市大灾难的发生。
- 甚至巴黎的股票市场都在 1929 年年初就乱了阵脚，股价在这一年里也是一路向下猛跌，而同期的纽约股票市场却还在一路欢歌。

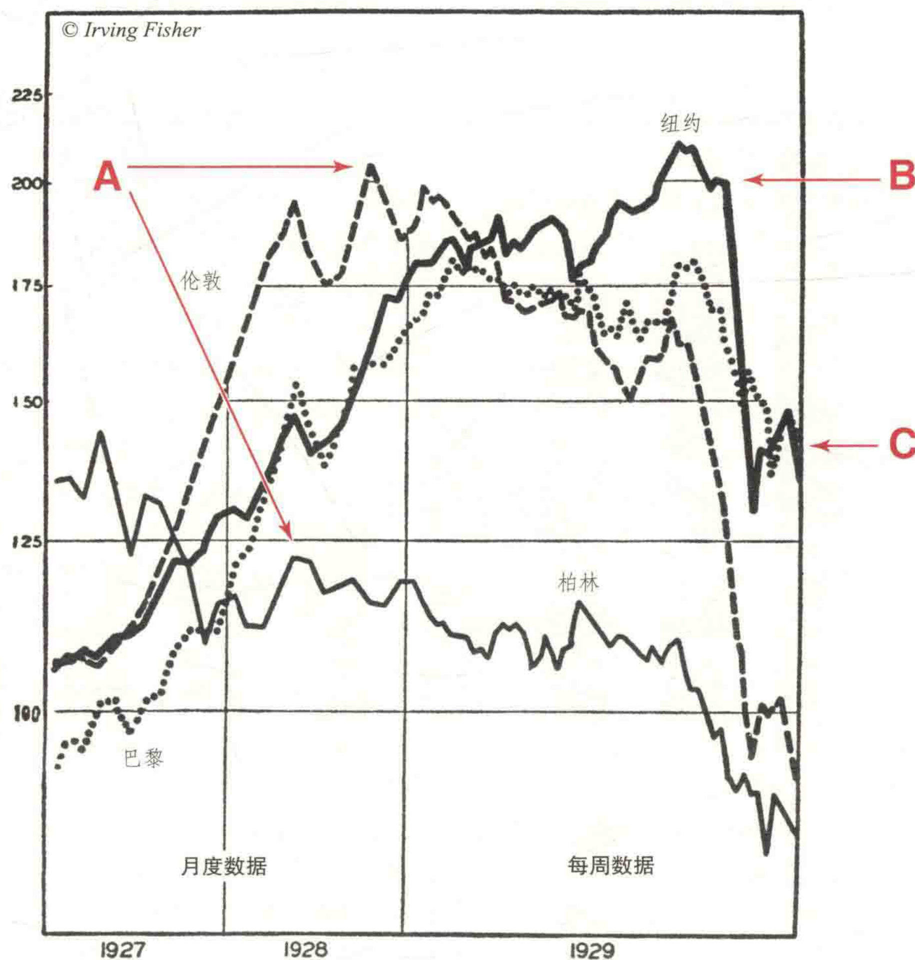
此外，还有一个有趣的事实是，在 1929 年时，伦敦市场上的股票价格其实跌得比纽约市场的更厉害——这个信息只有少数相当细心的观察者发现了。作为一个美国人，当你看见欧洲几大股票市场都已经开始了下跌行情，你就应当意识到这就是预警，说明纽约的股票市场很快也可能开始下跌了。事实证明，情况总是这样的，没有一个国家可以在国际经济事件中独善其身，不受影响。只是目前我们尚不清楚这类事件是如何在全球进行同步的，尤其是在“现代通信系统”建立之前，这种同步是如何做到的。10 月大崩盘几乎同步在西方国家的各大股票市场上演——彼此之间只相差不过几天（见 B 点所示），只不过对欧洲人来说，这次股市的狂跌不再是一个新事件而已。

此外，图 29 中还有另一个警示信息。C 点所示位置为纽约市场的股票价格进行盘整，准备接下来冲向 1932 年的最终底部的点位。虽然在盘整期间内纽约市场的价格是相对稳定的，但同期伦敦市场的股票价格跌幅却非常大，柏林市场的价格也在下跌，而巴黎市场的价格则还没有稳定下来。因此，在这里，实际上欧洲市场的股票价格变化又一次向我们发出了预警，说明 10 月的大崩盘并不像大多数美国人所想象的那样，绝不仅仅是对美国长期牛市行情的一次简单修正，下跌还远没有结束。

图 29 出自欧文・费雪先生在 1930 年出版的《股市崩盘前后》（也可以参考图 28）。在这本书里，费雪先生认为股票价格还会再涨起来，因为他相信纽约股市下跌，部分是因为受欧洲人急于卖出他们手中存货的压力影响。那么，等这些存货出售得差不多了，他认为纽约的股市一定还能再次火爆起来。但事实上，如图所示，并不是这么一回事。这位被大家认为是权威的经济学家，似乎更擅长纸上谈兵，看来他对金融市场还了解得不够多呀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 29 1927～1929 年的股票价格走势比较



资料来源：Irving Fisher, *The Stock Market Crash and After*, New York: The Macmillan Company, 1930.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30 大公司不一定总是买得最划算

最近你一定常常听到这样的说法："现在的股票价格肯定正是最低的时候，要不然的话，这些掠夺者们（指公司并购方，尤其是恶意并购方）也不会如此疯狂并购了。"如果你相信这种说法，即如果你也认为最近的公司并购活动活跃就意味着股票价位正低，值得买入的话，请你三思！因为大公司其实不一定总是买得很划算。

虽然从表面上看，这种说法是有一定道理的，但其实真正的情况是非常复杂的。实际上，我们可以根据并购活动去反向推断市场的健康程度，请考虑以下这几点事实。首先，今天这些作为并购方的大公司在 20 世纪 70 年代中期也是存在的，当时的股票价格特别低，平均市场定价只相当于企业盈利水平的 7 倍，但稍后不久，市场的市盈率水平便一路扶摇直上了。那么，这些大公司在当时为什么没有狠狠地买入呢？无论你是否相信，当时的利率水平（详见图 41）与现在的正好基本相当，因此，如果在当时利用负债进行杠杆收购，其成本绝不会高于现在的。但是，这些作为并购方的大公司在当时却并没有出手买入，尽管当时的股票价格那么低。

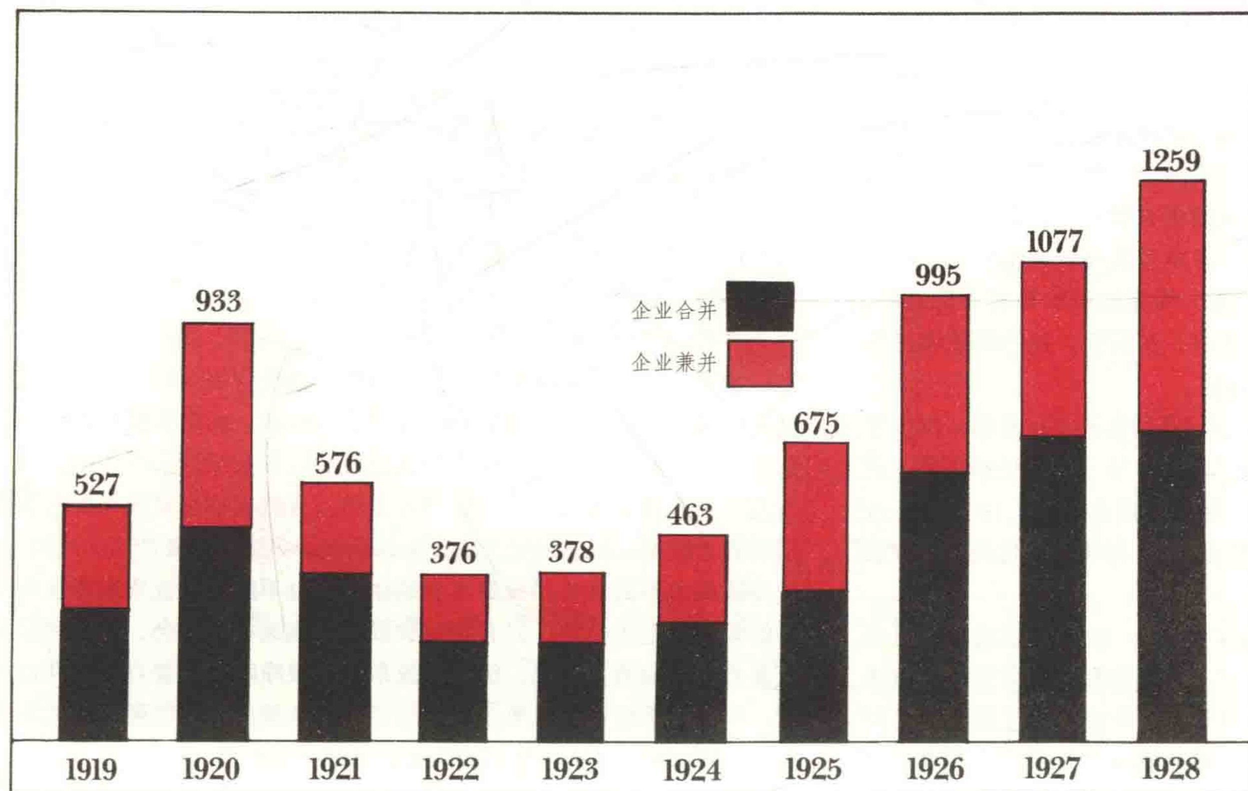
如果说这些大公司真的很聪明，那为什么像盖蒂石油公司和海湾石油公司这种以万亿美元计算的并购案都发生在油价正处于顶点的时候，而不是在油价上涨之前呢？如果这些高度借用负债融资的并购方公司在 1983 ～ 1984 年的交易都是划算的，那么它们要是在 1978 ～ 1979 年大肆进行并购活动就应该更加不错呀！因为紧接其后的石油价格上涨能为公司带来更多利润，而且之后快速的通货膨胀又允许并购方公司用贬值后的货币去偿还负债。

现在看起来，上面这个问题的答案应当是，这些收购专家们跟普通人一样，喜欢追逐牛市。平均而言，这些专家并不比普通人精明多少，只是他们口袋里的钱更多一些罢了。在 20 世纪 20 年代发生的并购活动也许就是对这种现象的最好说明，目前也是（如图 28 和图 29 所示）。让我们再次参考当时久负盛名的经济学家欧文・费雪先生的看法。当时，这位费雪先生根据已经非常高，并且还在继续提高的公司并购活动水平推测，那时的股票定价是非常低的。现在，他又综合各种情况，也得出同样的结论。在他的著作《股市崩盘前后》中就列出了这幅图，根据该图，他指出股票价格不可能再继续往下跌了。在这幅图中，你能看到随着 20 世纪 20 年代牛市的到来，公司并购活动在稳定增长。再一次地，如果这些并购专家真的是非常厉害的专业人士，那么，他们应当在股价上涨之前就开始买入公司股权，因为那时的股票价格才真正是比较低的。

股票价格在 1920 年和 1921 年是直线下跌的，从图 30 中可以看出，在这段时间，企业的并购活动也直线下跌。1922 年股市开始回暖，各类企业的并购活动也从那以后开始慢慢变得活跃起来。截至 1928 年，就在股市大崩盘之前，每年发生的公司并购事件是以前的三倍。但是到了 1934 年，很多这些"聪明的"股权购买交易都宣布以失败告终。理解这种现象对投资者来说是非常重要的。那就是，根据过去几十年的经验，当这些并购专家想从你手中买走大量某家公司的股票时，你应当考虑将这些股票卖给他们，并且同时还可以考虑将你手中持有的其他股票也卖出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 30 1919 ～ 1928 年的并购交易记录



资料来源：Irving Fisher, *The Stock Market Crash and After*, New York: The Macmillan Company, 1930.

再版补充

换股并购与现金并购之间是有严格区别的，前者是并购方通过发行新股份来为并购交易融资，而后者往往是并购方使用通过借款取得的现金来进行支付（或者现金与股权混合交易式的并购，这种方式往往类同现金并购更多一点）。发生在 20 世纪 20 年代的并购交易大多属于换股并购，因此增大了整个市场的股票供应量，易造成熊市。相反，现金并购交易（这类交易在 2007 年达到了顶峰）降低了市场的股票供应量，易造成牛市。如欲了解更多关于换股并购交易和现金并购交易方面的信息，请参考《投资最重要的三个问题》一书的第 7 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

31 远离优先股

优先股比普通股更安全，又比债券更加具有获利的潜力，因此非常棒！你赞同这种说法吗？这完全是胡扯！实际上，优先股的投资回报比债券差，而安全性也并不好，实际上现在的优先股并不比普通股安全多少。这幅年代久远的图将 1908 ~ 1932 年的普通股投资回报与优先股投资回报进行了比较，只需要简单地看一眼，便能知道如果买入普通股，在绝大多数年份中都比买入优先股获利更多，实际上，从一开始没过多久，普通股的价值就开始高于优先股的价值。

从 1915 年开始，普通股也逐渐支付比较高的股利了。从第一次世界大战到 1921 年这段经济萧条期，普通股的股利下降了，但仍然还是一直都比优先股的股利水平高。即使在 1932 年的大萧条时代，10 年前买入的普通股所能得到的股利水平也会比同样在 1922 年买入的优先股的股利水平高。

相对于优先股来说，普通股的价格在 1908 ~ 1929 年也增长得更多一些，然后，股价就一路下滑了。你肯定不希望在那段股市黑暗期内还持有普通股。不过，1929 ~ 1932 年这四年，是有史以来（无论是之前还是之后）唯一有过的优先股业绩超过了普通股业绩的时期。在绝大多数情况下，无论是在图 31 显示的这段时期还是在这以后，优先股的表现都确实不太好，从未展现出能够胜过普通股的潜能，而且在出现麻烦的时候，它没有债券投资更有保障。

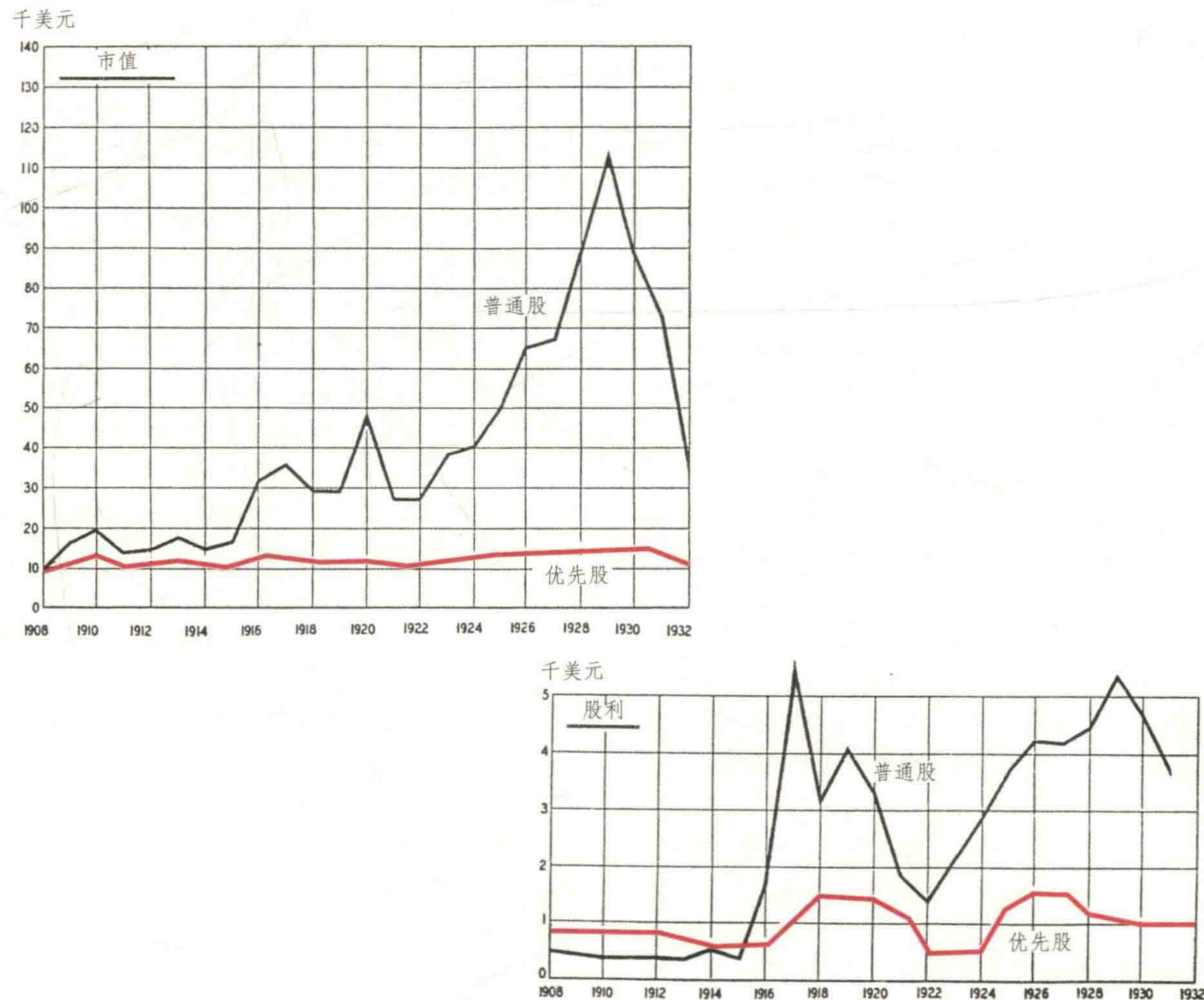
优先股承诺向投资者提供固定的股利收益，并且相对于普通股来说，优先股股东能在企业破产清算时享有优先求偿权。不过那也只是仅此而已。除非出现了公司长期不支付股利的情况，否则，优先股股东基本是没有投票表决权的，所以，他们的权利非常不受重视。因此，实际上优先股就像是一种债券，但却失去了债券的真正优点——强制还本。在公司真正出现问题时，还本是投资者变现投资的一种保障。

在当今的企业破产事件中，优先股相对于普通股来说，并没有得到多少额外的保护。因为根据破产法第 11 章的内容，现在我们很少对公司进行清算。相反，这些问题公司一般都是在法官的推动下，主要按照管理层的意愿进行重组。例如将债权转化为股权，从而将债权人的损失掩盖起来。在实务中，优先股股东比普通股股东在法庭上的待遇更差，因为公司的管理层通常都不会持有优先股，自然也不会对优先股股东体现基本的忠诚度，但他们是在法庭的保护下，出演企业破产这出戏的主角。优先股股东不具有收回投资本金的权利，也不能通过投票来将这些不合格的管理者赶出企业。只有普通股股东才能选举董事会，而管理层是由董事会来任命的。因此，优先股股东只能眼睁睁地看着自己的利益被侵犯。在企业重组中，只要企业发行足够的新股份，就能稀释原优先股股东的股权比例，从而让他们的优先股变得一钱不值。

因此，请记住这幅图所告诉我们的知识。普通股具有增值的潜力，而优先股却几乎什么都无法承诺给你。如果你渴望长期的投资安全保障，请选择债券；如果你追求增值的潜能，请选择普通股。如果你什么都不想要，那就选优先股吧。普通股才是我们优先选择的股票投资品种，而绝不会是优先股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 31　制造业企业的优先股与普通股表现比较：1908 ～ 1932 年



资料来源：Robert G. Bodkey, *Preferred Stock As Long-Term Investments*, Michigan Business Studies, Ann Arbor: University of Michigan Press, 1932.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

32 2% 法则

我小时候的梦想是长大以后当一名棒球手。尤吉·贝拉（Yogi Berra）是我那时的偶像，他不仅是一名优秀的棒球接球手，还是一位出色的哲学家。他曾经说过："有时候，你只需要通过观察，便能够明白很多东西。"正是因为受到尤吉·贝拉的影响，我开始计算事件重复发生的频率——只是想看看我的周遭究竟发生了什么，发生的频率是怎样的。既然尤吉都说这是一个让他受益的好习惯，那么对我怎么会不适用呢？就这样，通过这种计算，我发现了 2% 法则——平均来说，股票市场上比较大的下跌事件发生的概率为每月 2%。

图 32 就对这个法则进行了说明，它列出了 12 只工业公司股票在著名的 1907 年大恐慌中的表现。有趣的是，这个指数的走势与当时的道琼斯工业平均指数的走势几乎没有差别。道琼斯工业平均指数在 1908 年 1 月 19 日达到当时的最高值 103 点，然后在 1907 年的 11 月 22 日达到当时的最低谷 53 点，与图 32 中最高和最低点的出现时间一致。在此处，你可以暂时先忽略图中的下半部分内容，即 20 只铁路公司股票的走势。

所谓的"1907 年大恐慌"，是指大面积的下跌行情开始启动，直到"大清洗"式的危机结束的那一年。不过，自从下跌行情开始以后，"恐慌"真正持续的时间是非常长的。实际上，在 1906 年年初就已经埋下了 1907 年大恐慌的种子。因为自从 1904 年以来，股票价格已经翻了两番，并在 1906 年 1 月中旬达到最高点。从那时开始，股价就开始下滑，只不过在当年年底又得以恢复——但已无法超过 1 月时所创下的高点。在 1907 年，股价重新又开始下跌，市场开始大清洗，直到当年 11 月才形成底部；接下来，多方力量开始集聚并展开反攻，并且在一路上攻中度过了 1908 年，1909 年时又重新收回了 1906 年时的高位。这是一次强烈且非常典型的股票市场崩盘记录，产生的原因既包括投资者过度的投机热情，也包括资金面的紧张。这次股灾所造成的总体影响是，股票市场 49% 的市值在 22 个月内被蒸发殆尽。

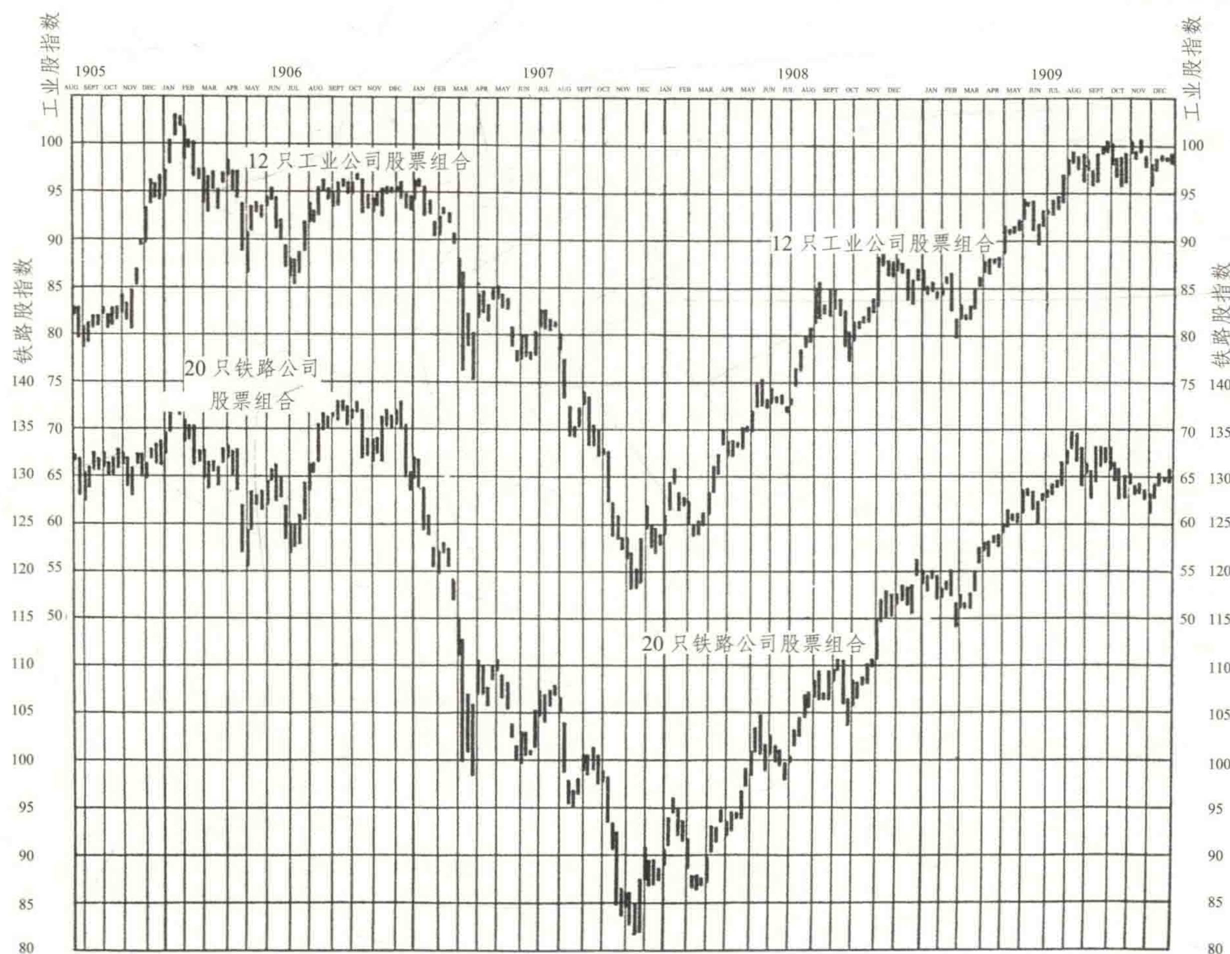
我们可以从这幅图中总结出来的教训是，平均每个月下跌 2.2%。从很多次比较大的股市下跌经验来看，平均每个月下跌的幅度都在 2% 上下——有时候多一点，有时候少一点，但都不会相差太大。比如，少的时候有可能是每个月 1.5% 左右的跌幅，多的时候也有可能是每个月 3% 左右的跌幅，大致就是这样了。我们可以根据近期的几段历史来验证 2% 法则的存在。在 1968 ～ 1970 年的大熊市中，股票市场指数在 18 个月内从 995 点跌到了 627 点，平均每个月的跌幅为 2.1%——与 1907 年大恐慌时期的平均跌幅几乎一样。在 1981 ～ 1982 年的熊市中，股票市场在 16 个月内跌幅高达 25%，平均每个月的跌幅为 1.6%。在 1973 ～ 1974 年的股市下跌中，平均每个月的跌幅为 2.1%，而在 1976 ～ 1977 年的股市下跌中，平均每个月的跌幅为 1.7%。

在大熊市中，股票的跌幅和下跌的时间是互为相反关系的。熊市需要将每个人都变成悲观主义者，等到市场上的乐观主义者几乎已经一个不剩时，熊市就结束了。要实现这一点，相对于下跌的幅度来说，下跌的时间就显得更加重要一点。短期内的迅速下跌并不能让大家忘记近期的价格上涨，只有下跌的时间足够长，才能让大家感觉仿佛跌势永不会停止，让投资者们从情感上感受绝望。

因此，请记住 1907 年和 2% 法则。如果如同某些人所认为的，1987 年 2200 点的道琼斯工业平均指数可以被看作市场的周期性高点，并且，假定你预计市场在接下来的下跌趋势中会跌去至少 25% 的市值（即假定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 32 1907 年大恐慌时期的股票表现



资料来源：Philip L. Carret, "The Art of Speculation," *Barron's*, 1927.

你预测道琼斯指数将跌到 1650 点)，那么，就不要指望市场底部来得太快。根据 2% 法则，这次下跌将持续 8 ~ 16 个月，并且可能性最大的是 12 个月，只有这样才能创造出真正的悲观情绪，使真正的底部出现。请耐心等待。

再版补充

很有趣的是，1987 年的熊市是一个例外，由于来去都太过匆忙，因此无法用来证实 2% 法则的存在。但是，2000 ~ 2002 年的熊市显然遵守了 2% 法则。无论如何，面对熊市都是需要耐心的。我现在仍然会应用 2% 法则，我认为，从过去到现在，关于熊市的规则并没有发生太大改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

33 把富人们忘掉的记住

图 33 与图 32（1907 年大恐慌时期的股票表现）非常类似，但它还体现了其他三个重要的东西：债券价格、1903 年的“富人恐慌”和一个重要的结论——若干个重要的股市顶部都出现在债券价格持续数月的下降之后。在图 33 中，债券价格是用一条单线来反映的。请看 1905 年时的情况。债券价格从 1903 年中期开始上扬，不过到 1905 年年初，便触顶并开始下跌；而股票价格则持续上涨到了 1906 年年初，然后才开始下跌，并最终导致了 1907 年的大恐慌。在整个 1907 年中，债券价格和股票价格都是一路下跌的，然后又共同开始上涨，直到 1908 年年末。不过再一次地，债券价格在 1909 年年初先行下跌，随后股价又一次出现了暴跌。

由于受债券与利率之间固有关系的影响，债券价格会先于股票价格开始出现下跌。债券的定价与利率水平之间的关系是反向的：如果利率下行，债券价格就会上涨；反之，如果利率上行，债券价格则会下跌。为什么会这样呢？这是因为，债券价格会根据利率水平而做出调整，并且这种影响只是单向的。债券每年的利息支付义务是某个固定的金额，为了使根据这个固定金额计算出的收益率与按新利率发行的新债券所提供的收益率可比，已发行债券的价格就必然会随着利率的波动而进行反向调整。

股票的定价同样也会受到利率水平的影响。在图 4 中，股票的投资收益率（年度盈利占股票价格的百分比）与利率之间就是竞争关系。因此，当债券价格下跌时，就说明利率正在上调；而股票如果要在利率上行期间不出现价格下跌，就必须能够向投资人提供更高的收益才行。如果企业的盈利提升不够多，股价必然就会出现下跌。

上述结论总是成立的吗？并不一定百分之百地肯定，但通常是成立的。在大多数重大的股市行情下跌事件发生之前，都伴随着至少持续了数月的债券价格下跌（利率水平升高）。图 33 列出了少数的几次例外情况之一。铁路公司的股票表现（图中深色柱状线）是非常符合上述法则的，但工业公司的股票表现（图中浅色柱状线）在 1899 年和 1901 年出现了例外。工业股在 1899 年就开始下跌，并且在 1901 年又一次下跌，在这两次下跌行情启动之前，都没有出现债券价格的先行下跌。但凡事总有例外，虽然这一次看起来并不像是要下跌的样子，却一下子整整跌去了 20% 的市值。接下来，没有看到一点点牛市的生机，这些工业股在 1903 年又一次出现了下跌行情，并且跌幅高达 37%——这便是著名的“富人恐慌”，因为大家都认为在 1902 年的债券价格下跌行情中，只有富人还没有被吓跑。

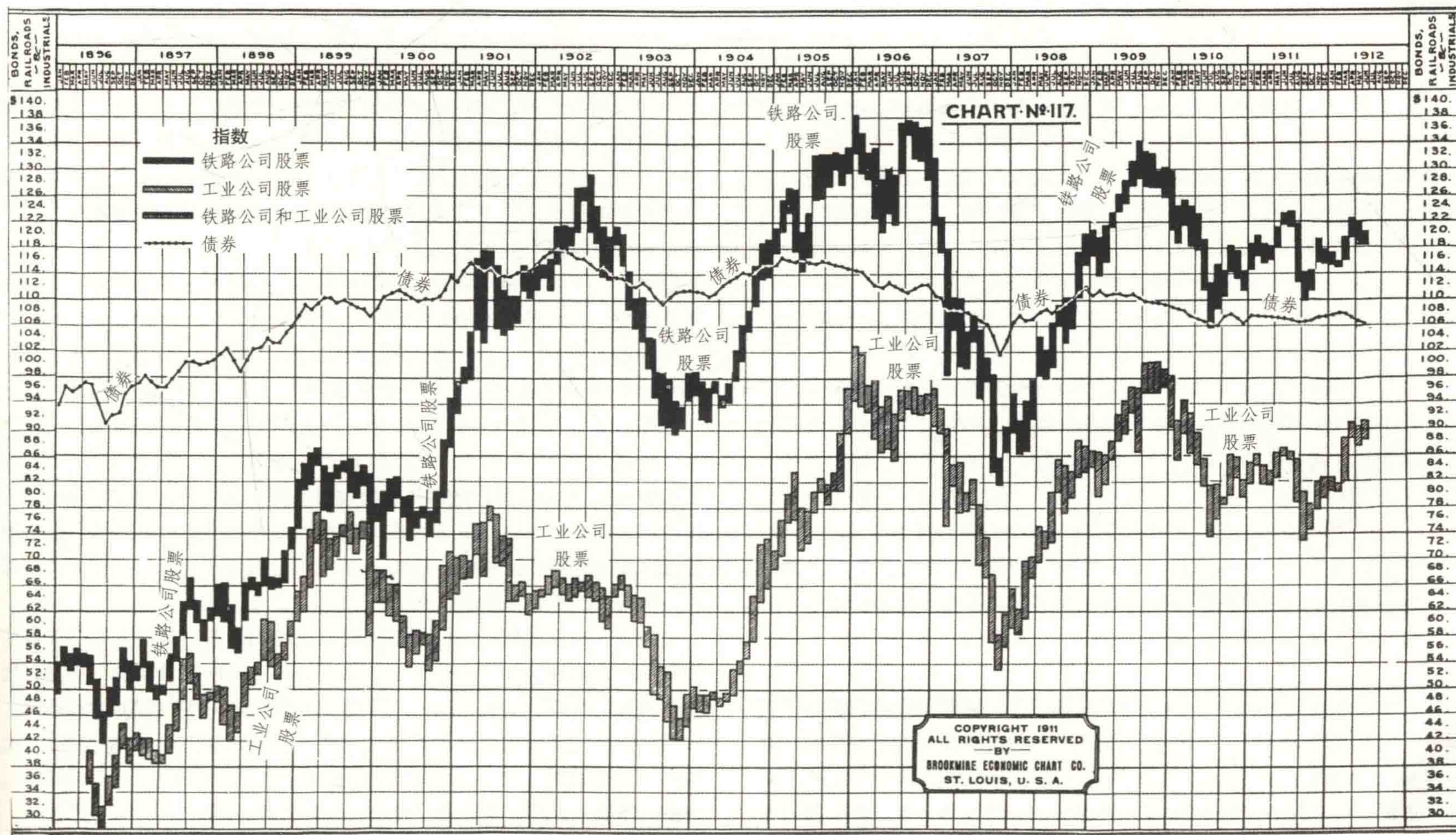
除了此次例外情况之外，只要你能记住这条被富人们忘记了的法则，你就可以享受铁路股和工业股的绝大多数牛市盛宴，同时也躲避绝大多数的下跌行情了。请记住，由于股票市场的重大下跌行情大都是紧跟在债券市场的先行衰落之后的，因此，在债券价格还没有出现下跌之前，不要以为股票价格就要开始下跌了。1986 年，债券价格已经开始稳步上升了。这条经验法则是少有的几条可以经得起时间检验的法则，并且对股票投资者来说，他们可以将这条法则作为真正的牛市信号指标。

我是在斯坦福大学商学院的杰克森图书馆里第一次见到这幅美丽而古老的图的，它足足有 3 英尺 ×18 英寸[⊖]那么大，和一堆定期向订阅者不断更新的古老图册放在一起。

⊖ 1 英寸 =0.0254 米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 33　20 只领先的铁路公司股票、12 只领先的工业公司股票和 5 只标准债券的平均市价变化：1896 ～ 1912 年



资料来源：Reprinted by Permission. Copyright © 1911 by Les Euell and John R. Euell Anthony, *Brookmire Investment Reports*, P.O. Box 586, Daytona Beach, FL 32015. All Rights Reserved.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

34 铁路公司股票的月度价格变化：1843 ～ 1862 年

想要学习如何避免已经让你亏掉不少钱的严重问题吗？对于那些在最近的计算机股票的低谷期中输得很惨的投资者来说，从 19 世纪铁路公司股票的价格走势中，至少可以得出两点经验教训——其中一点可以为我们省下不少钱，而另一点在目前更显得十分关键。在那段时期里，从长期来看，铁路公司股票毫无疑问具有巨大的增长潜力，就跟当前的电子类公司股票一样。但这并不能让它们避免出现暴跌的局面。当时的铁路股和 20 世纪 80 年代早期的电子类股票一样，由于投机气氛太过浓厚，于是在暴涨之后总是会伴随一次严重且历时特别长的下跌行情。

背景：1843 年，美国经济在经历了 7 年的萧条期之后，刚刚开始复苏。在 19 世纪 30 年代里，由于不健全的银行实务发展，过热的基础设施投资建设（例如铁路、运河等）和甚嚣尘上的房地产投机热，导致了 1837 年大恐慌（the Panic of 1837）的发生。当时，很多行业都发生了危机，经济被彻底破坏，股市发生了崩盘。城市里发生了食品骚乱事件，商店和超市被洗劫一空，银行也停止兑现它们所开出的票据，很多铁路完全就被废弃了。无论从哪方面来看，当时都属于有史以来经济最为恶化的时期，其恶劣影响甚至超过了 19 世纪 70 年代和 20 世纪 30 年代的情况。

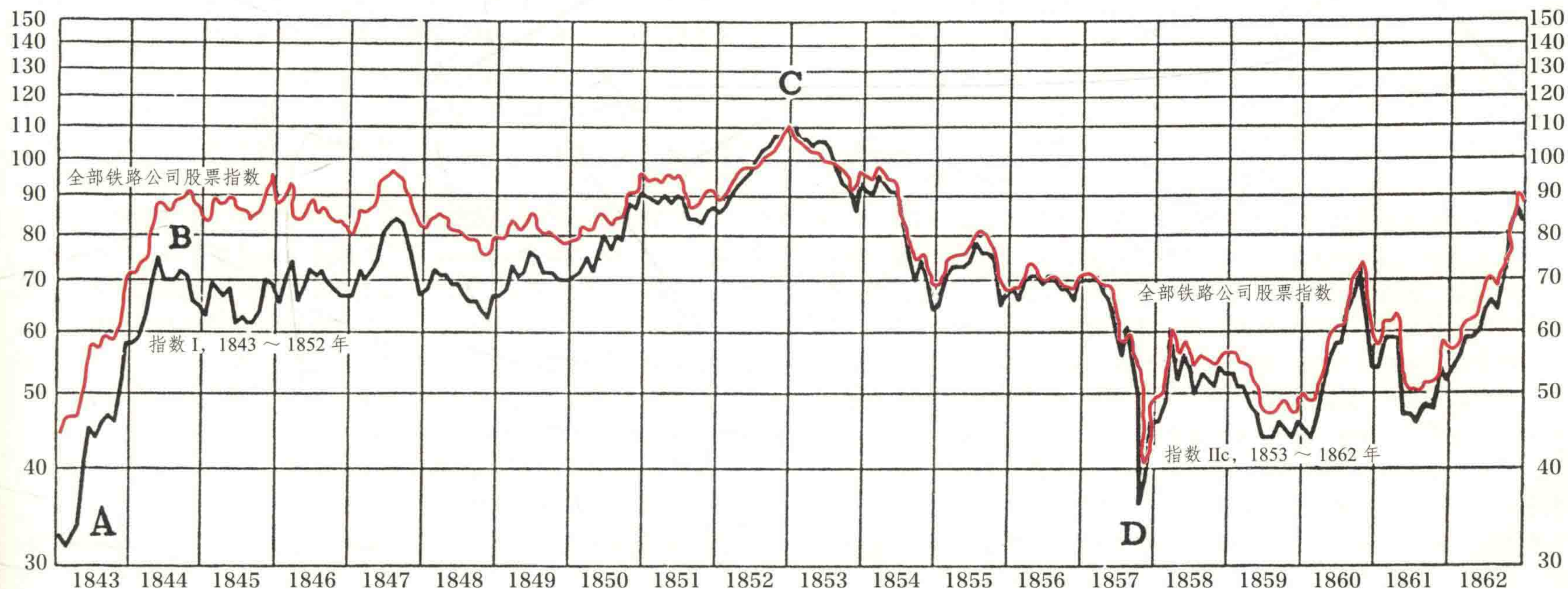
繁荣：不过到 1843 年，经济开始复苏，人们对股票投资重新有了兴趣——尤其是在 1843 ～ 1844 年，股票价格出现了特别的上升走势（请注意从 A 点到 B 点的升幅），不过，这主要是由于股票的价值在此之前被严重低估所造成的。到 1850 年，铁路股的走势蒸蒸日上。随着墨西哥战争和加利福尼亚州淘金热之后出现的繁荣和新土地的获得，美国国内的铁路建设投资已经超过了当时其他所有国家的铁路建设投资总和。从 1843 年到 1853 年，铁路公司的股票价格差不多翻了三倍，几乎成了全球都看好的投资热点。买入这些成长股的投资者们感到非常宽慰，他们坚定地持有铁路公司的股票，并还在不断计划买入更多。但是，很多投资者都忽视了，铁路工程并不总是盈利的——或者，铁路建设从来都是不简单的，并且需要耗时很久。

行情崩溃：由于供应远远超过了需求，运费下跌得非常厉害，这引起铁路股的价格也开始下滑，并且跌幅相对于 1853 年的价格高点达到 70% 左右。这些股票用了 10 年时间积累起来的涨幅在 5 年内化为了乌有。在这漫长的 5 年中（从 C 点到 D 点），铁路公司的股票一路下跌，期间连 20% 以上的反弹行情都从未出现过。资产的价值在这段艰难的时光里被彻底掏空——这些股票被作为质押品抵押给银行以换取借款，直到银行宣布完全停止支付时，1857 年的股市恐慌便产生了。即便是“蓝筹股”中的佼佼者也未能逃脱幸免。

教训：过度的繁荣之后必然伴随着巨幅的暴跌。那些人人都看好的投资品种也可能会发生意想不到的情况。不过，同样重要的一点是，繁荣期越长，衰退期也就会越久。因此，热爱投资电子类股票的投资者们，如果你们都已经看到这类股票繁荣已久了，请不要忘记 19 世纪 50 年代铁路公司股票的走势：持续的熊市行情可能会持续长达 5 ～ 7 年时间。请小心谨慎地对待，或者说，要对此保持足够的耐心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 34 铁路公司股票的月度价格变化：1843 ～ 1862 年：指数 I（入选 8 只股票），1843 ～ 1852 年；指数 IIc（入选 18 只股票），1853 ～ 1862 年；以及全部铁路公司股票指数，1843 ～ 1862 年（基准：1853 年，已取对数消除规模影响）



资料来源：Walter B. Smith and Arthur H. Cole, *Fluctuations in American Business Cycles, 1790–1860*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1935.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

35 18世纪的金融波动如何？值得信赖的经验

在纽约证券交易所诞生之前，金融市场是否也有过剧烈的波动起伏呢？当然有，只不过，现有的历史记录确实不太详细。当时，伦敦是世界金融的中心，类似道琼斯工业指数这样的数据还没有产生，投资者们拥有各种不同的个股，每周有6天都可以进行交易（在20世纪50年代之前，美国股票也是可以在星期六进行交易的）。股市投机气氛浓厚，一旦公司有什么传言散布出来，就会引起股价波动。

我们用英格兰银行股票（常被简称为“银行股”）的价格变化来计量股市波动的时间分布与大致波动程度。这家“银行”是英国的中央银行，在很多方面都与美国的联邦储备系统非常类似，只是它还要与其他银行展开直接竞争，以寻求获利机会。虽然我们在今天并不能买入联邦储备银行的股票，但在当时，是允许买卖英格兰银行股票的。很多人都认为投资英格兰银行的股票可以保障收益，并且还享有增值潜力。还有什么能比投资这只股票更安全的呢？这种心理跟当初美国人愿意买入分拆前的美国电话电报公司的优先股是相同的，当时，这家垄断管制的公用事业类股票也俨然是全球最安全的股票投资品种。

尽管如此，这只“银行股”的价格还是存在着剧烈波动。图35是根据约瑟夫·弗朗西斯（Joseph Francis）在19世纪写的《英格兰银行的历史》（*History of the Bank of England*）绘制的，它说明了英格兰银行的股票在1732年到1846年间年度的高位和低位分布情况。请看1769年，在不到两年的时间内，这只银行股从每股175英镑的高点跌到每股只有105英镑，跌幅高达40%；但在接下来的这一年中，股价很快又回涨了47%。然后，股价一路走低，直到1851年，又重新回到了每股105英镑的底部。但在接下来的10年里，这只股票的价格又涨了两倍多，达到了每股219英镑。

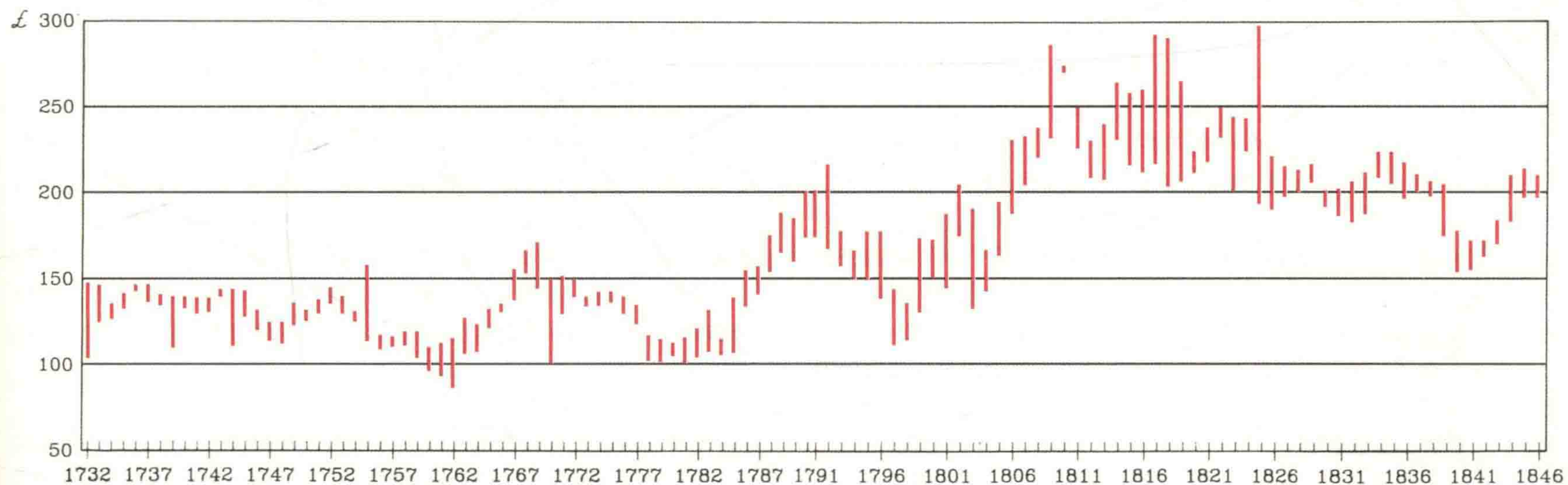
这样的场景对你来说，是不是像一场平静而和平的金融恐慌呢？不，不应该是这样的！请再看18世纪70年代的情形，当时，一些殖民地居民正忙着向波士顿挺进，而另一些人则忙着参与反抗英国的殖民统治，登上英国的皇船搞破坏行动，并将这称为一场“茶会”。在这段时期里，持续时间非常长的熊市实际上反映了英国通过殖民行动独霸自然资源时代的终结。接下来，英国失去了美国这个殖民地，相当于乔治三世国王丢掉了他皇冠上的宝石。这样的一系列事件，显然配得上一场大熊市的上演。

具有讽刺意味的是，随着市场行情反弹了不少，这只股票的价格在拿破仑战争时期（1804～1815年）并没有出现暴跌。有一个古老的传说认为内森·罗斯柴尔德（Nathan Rothschild）利用信鸽传递消息，比其他人先了解到拿破仑1815年在滑铁卢战败的消息。这个传说认为，由于当时的股价已经崩溃，罗斯柴尔德在知道法军无法再占领英国之后大肆买入，发了一笔横财。但是，这些数据只说明了当时股价的低迷和罗斯柴尔德强大的公关能力所带给他的财富。

这些事实告诉我们的要点是什么呢？虽然不断有新的东西产生出来，比如，计算机的应用和金融工具的发展，但事实上，在最近200年中，金融市场最本质的东西并没有发生真正重大的变化。行情的猛烈波动、牛市、熊市、小道消息与内部交易总是在我们身边不停地切换发生。金融狂潮其实就是我们在未来长期中不得不接受的群体心理。1986年，很多人都认为新的“程式化交易”使金融市场的行情波动更加剧烈，但每次当我听见这种傻话的时候，像图35这样的图示就会提醒我，在金融业的阳光下，实际上并没有什么新鲜的事物出现——就像是同一张老脸上长出了新褶子而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 35　英格兰银行的股票价格走势：1732 ～ 1846 年



资料来源：Joseph H. Francis, *History of the Bank of England*, Chicago: Euclid Publishing Company, 1888.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

36 南海事件图

几个世纪以来，鲜有关于金融市场本质重要性的消息放出。新变化倒是有，但是赚钱和稳固资本的关键却从未改变过。比如，避免疯狂就是其中一条，因为金融市场的狂热似乎永远都伴随在我们身边。我第一次读到这个概念是在查尔斯·麦凯（Charles Mackay）1841 年的经典著作《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）中，这本书里介绍了 1636 年的荷兰郁金香狂潮、1720 年法国的"密西西比泡沫事件"以及 1720 年的英国南海公司泡沫事件。有人说，1720 年是有史以来康德拉季耶夫长波（Kondratieff wave）的第一个峰值（详见图 84）。本图以前从未出版过，它以 1711 年时任英国财政部长的罗伯特·哈雷特许注册成立南海公司（South Sea Company，SSC）为起点，按时间顺序描述了整个南海公司投资狂潮事件。罗伯特·哈雷先生亲任南海公司的主管，并授予该公司专营南海（基本上为太平洋海域）贸易的特权。在当时，并没有人能真正对这家公司的商业潜力做出合理的估值，事实上，几乎所有的投机狂潮中都会涉及一些难以被细致、精确描述出的现象，这也是人们变得疯狂的原因。

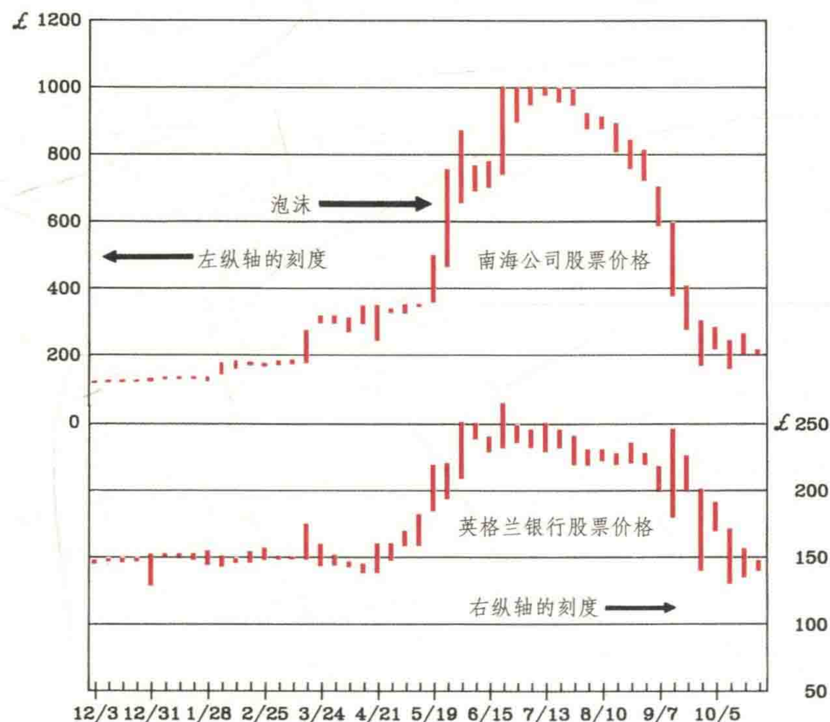
由于一些金融业人士对南海公司证券交易情况的兴趣远超过了他们对该公司贸易业务的兴趣，于是，人为地对该公司进行了大肆吹捧。随着南海公司的股票价格在 1719 年一路上扬，这些人提出了一个计划，准备用南海公司的股票（当然，这还对应着南海公司在将来能实现的更多像白日梦一样的利益）去交换当时英国的全部国债。这种可以不劳而获的机会让当时的英国议会非常满意，于是，伴随着这项计划的展开，越来越多的人，尤其是在当时生活非常富裕的政治家们，都通过买入股票而成为南海公司的股东。其他公司的股票价格也随着这一波行情上扬，比如古老的英格兰银行的股票（详见图 35）。从图中可以看出，英格兰银行的股票在当年 5 月上涨了 33%，而同期南海公司的股票则从每股 123 英镑涨到了每股 400 英镑，涨幅高达 225%。股票供应开始涌向了普通社会大众。

随着政客们买入的南海公司股票越来越多，南海公司的权利也在不断扩大，于是，它提出了更多的融资需求。自从南海公司诞生以来，由于始终有英国议会撑腰，它不停地融资，让投资者购买它的股票——然后利用投资者的钱去从事各种投机。通过一轮又一轮价格不断被推高的融资，贪婪的社会大众为南海公司掏出了越来越多的钱，南海公司就屹然站立在这些钱所堆积而成的金字塔顶端。在这种沸腾的投机气氛下，其他皮包公司也纷纷成立，希望能从贪婪的社会大众所掏出的投资资本中分得一杯羹。实际上，这些企业大多还缺少翔实的经营计划和合格的管理团队，但是，在这场投机盛宴中，谁会在乎这些东西呢？

到夏天的时候，怀着通过投资南海公司而赚取财富的梦想，工人们退休后也将自己的毕生积蓄用来买入南海公司的股票，使南海公司的股票价格高高稳在了每股 1000 英镑的位置。为了防止其他新成立的公司分流潜在投资者的资金，南海公司开始变得更加贪婪和狂妄，它说服英国议会将其他所有未经皇家特许注册的公司都宣布为非法。由于事实上英国皇家自己都不清楚到底哪些公司是经过特许注册的，因此，除南海公司这家最大的股份企业之外，其他企业无一幸免。由于南海公司当然是经过皇家特许注册的企业，所以它在刚开始的时候并未受到影响。但是接下来，亏损的投资者们，尤其是那些通过借款购买股票的投资者们，很快也不得不清算这些大公司的股票了——因此南海公司和英格兰银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 36 南海公司泡沫，1719 年 12 月～1720 年 10 月



资料来源：James E. Rogers, *A History of Agriculture and Prices in England, 1703–1793*, New York: Clarendon Press, 1902.

也难以幸免于难。更何况，南海公司并没有什么真正的经营业务，所以到 10 月的时候，这家公司的股价便跌落到每股 200 英镑。更为可怕的是，到年底的时候，这家曾经立志要承担下整个英国债务的“伟大”公司，竟然宣布破产了！其他很多股份公司也纷纷宣布经营失败——当然，这其中不并包括英格兰银行，这家企业一直生存到了今天。

我们从南海公司事件中可以总结出怎样的经验和教训呢？当你发现社会大众又开始热拥某种新的“仙丹妙药”时，请一定要谨慎，因为投机狂热可能就要开始了。这世界上并没有什么新的金融舞曲，有的只是华尔街舞曲的变奏而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

37 190 年间的股票市场走势

这幅图如果单看它本身可能意义并不太大；但是，如果能与本书或者其他地方的更多图结合起来看的话，这幅图则是非常有意思的。不过，任何一位研究市场的人都应该对本图非常熟悉，它出自周期研究基金会所出版的《周期》(*Cycles*) 杂志。图 37 详细列出了 1790 ～ 1980 年股票市场的主要价格涨跌走势。

图 37 最为有用的地方在于，它告诉我们市场走势是从什么时候开始上升和下降的，以及哪几次的波动幅度最大。从图中我们看到，比如，在 1880 ～ 1910 年这段相当长的时间里，整个股市就没有出现什么方向性的变化。如果你相信这幅图的话，在这段时期内，股票市场每年的涨幅只有 2.3%。另一方面，相信康德拉季耶夫长波理论（详见图 84）的人常指出，美国在 19 世纪 30 年代、70 年代和 20 世纪 20 年代，一共出现过三次大牛市，均为投机气氛浓厚的超级大牛市，根据这三次持续时间非常长的周期，他们最终得出了经济周期跨度长达 55 年的结论。这些人当中的大多数甚至还认为，我们目前也正处于这样一个阶段中。但其实他们所说的这三次超级牛市并不是这幅图中仅有的上升波浪，如第 34 幅图所示，实际上 1840 ～ 1853 年的行情才是这段时期内最默默无闻的上升走势。当然，最为厉害的一次上升浪还是要归属于第二次世界大战后的那一段行情。

请注意我的措辞“如果你相信这幅图的话”，因为我本人并不赞同它。由于有多种其他因素都能够证实股票是从什么时候开始涨跌变化的，因此，对于图 37 中股票价格开始出现上涨和下跌的时间应该是没有多少异议的。但是，我对于这幅图中前 100 年里股市上涨和下跌的幅度范围，是心存疑问的，因为在那样的早期，不可能保存着这么好的记录让我们去建立真正有效的股市指数。

周期研究基金会是一家非常受人尊敬的职业组织，为了绘制本图，它们竭尽全力将五个不同的指数拼接在一起，而这五个指数本身可能也不一定是非常恰当的。其中，第一个指数是 1790 ～ 1831 年的一个银行与保险业股票指数，显然，这个指数并没有涵盖其他行业和类型的公司股票。1831 ～ 1854 年的克利夫兰信托铁路股指（Cleveland Trust Rail Stock Index）也存在同样的问题。在 1854 ～ 1871 年和 1871 ～ 1897 年，它们分别采用的是克莱门特博杰斯综合指数（Clement Burgess Composite Index）和考利斯工业股指（Cowles Index of Industrial stocks)。这些指数在正确计量股票市场的波动幅度方面都是存疑的。只有在 1897 年之后，它们使用了道琼斯工业指数，这才使得这幅图与我们现在经常看到的股票市场走势图有了可比性。

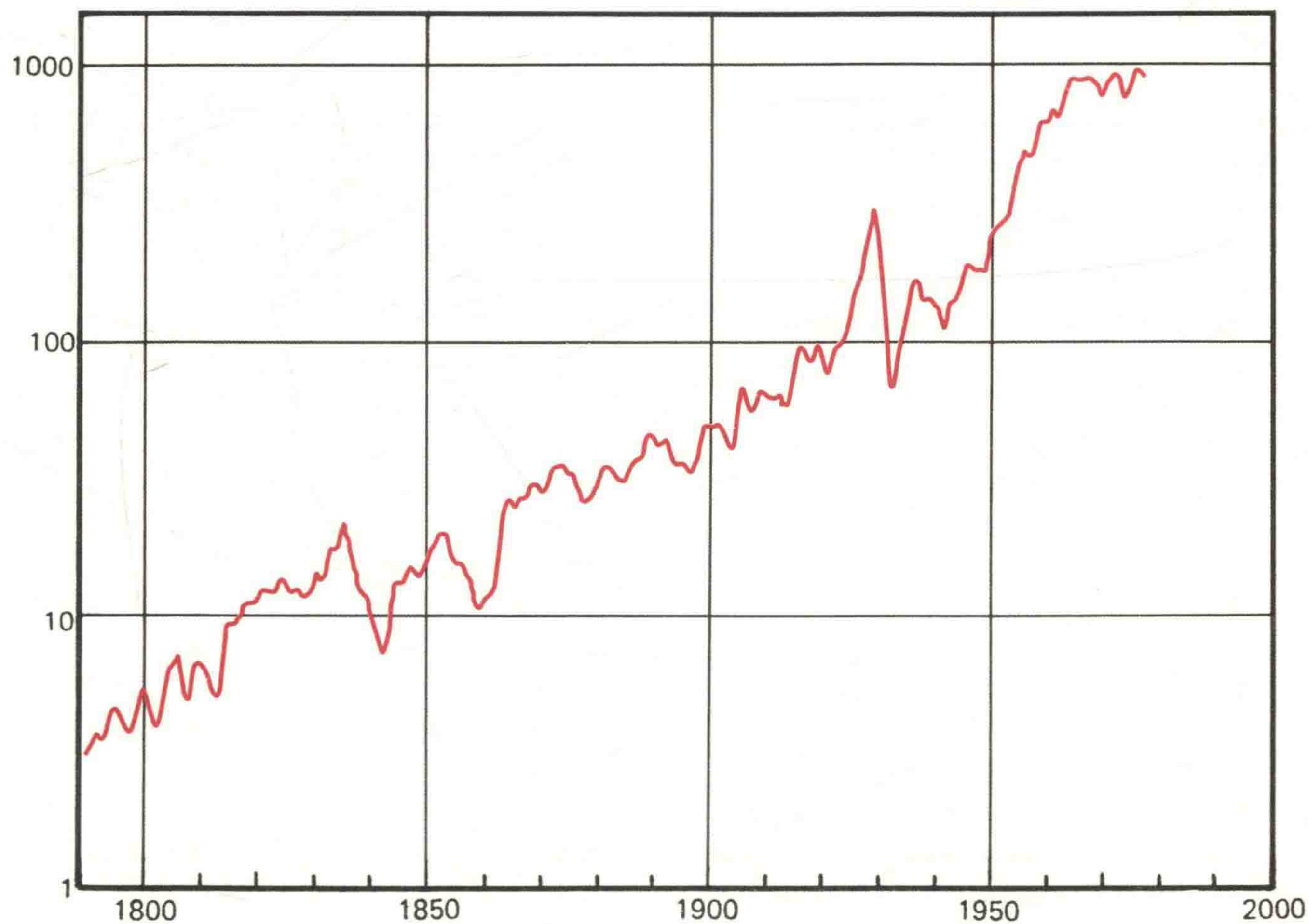
因此，如果你相信这幅图中的市场价格波动幅度是正确的，那么，在整个这 190 年当中，股票市场每年上涨的幅度只有 3%。但是当然，这其中并不包含股利和各类指数计量不准确的影响。作为比较，自 20 世纪 20 年代中期以来，道琼斯工业指数每年的涨幅也只有大约 3.5%，大大低于伊博森 / 西格弗里德和费雪 / 劳利研究（详见图 12）所报告的 9.5% 的收益率水平，后者包含了股利的影响，并且是以在纽约证券交易所挂牌的全部股票为样本进行计算的。

再版补充

费雪和劳利的研究已表明，道琼斯指数的长期数据是不精确的。这项工作十分伟大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 37　平均股票价格的年度变化：1790 ～ 1980 年



注：目前的数据都是按道琼斯工业指数计算的。

资料来源：Copyright © 1978 Foundation for the Study of Cycles, 124 S. Highland Ave., Pittsburgh, PA 15206.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38 请算算他们值得雇用吗

1949 年 12 月，莫里斯叔叔去世时给你留下了一笔可观的遗产，一项价值 25 万美元的免税信托基金，托管人是你的父亲。根据信托基金的规定，等到 1975 年你满 35 岁以后，这笔钱便是你的了。不过，在由你父亲管理这笔基金的日子里，他把这些钱交给了一家资金管理公司，而你则总在想，这家公司值得雇用吗？而且，你还特别想知道，在这 26 年里，这笔基金的投资收益率能与市场的收益率相媲美吗？你怎样才能回答这些问题呢？

在这些问题当中，最简单的部分是求解出你的信托基金收益率。找个财务计算器，设置到复利计算模式，输入 250 000 美元作为“现值”，然后再输入你最后从信托基金中能得到的金额作为“终值”，再令投资期年数“N”等于“26”，然后求解利率“i”，你马上就能得到一个复利年利率。（不同的计算器可能具有不同的标示和使用方法，请仔细阅读计算器的使用说明。）

最难的部分是要找出一个确切的市场平均回报率，然后将它与你的信托投资基金运行效率进行比较。在这些年里，你一定已经见过很多与市场回报率相关的统计数据，但是，还没有一个指标可以用来比较精确地表示一段特定的、较长时期内的市场回报率。应当怎么办呢？请利用本图所介绍的这张表格，它出自芝加哥大学的劳伦斯·费雪（Lawrence Fisher）教授与他的密友詹姆斯·劳利（James Lorie）教授联合出版的一本书。这两位教授研究了 1926 年以来纽约证券交易所全部股票的平均年度投资回报率（包含股利收益和股价增值两部分），然后将他们的研究结果用简单易懂的方式表达了出来。

这幅图呈阶梯状分布，从左到右，这个阶梯逐渐下降。在第五梯的最右侧，你将看到“12/49”这样的字眼，表示这是 1949 年 12 月，即我们这个故事中的资金管理公司首次被雇用的时间。紧靠在最高一阶最左侧的那一列数据，记录的也是时期，其中倒数第二行的那个标记为“12/75”——即 1975 年 12 月。如果我们找到 12/75 这一行和 12/49 这一列的交叉位置，将看到数据“11.2”，这表示从 1949 年 12 月到 1975 年 12 月，投资纽约证券交易所股票的总回报率为年均 11.2%，这就是你所需要的基准值。如果你父亲选择的资金管理公司在扣减掉它们所收取的费用之后，还能实现比按这个回报率计算的结果更高的收益，那么，我们才能说雇用资金管理公司是划算的。

大多数人对这张表格都非常感兴趣，费雪教授和劳利教授合著的《半个世纪以来的股票与债券投资收益率》（*A Half Century of Returns on Stocks and Bonds*）目前在各大图书馆里也都可以找到。这本书里还有很多其他有用的图示系列，比如有一些图专门说明了特定期间内长期和短期国库券的投资收益率分布情况。并且，这本书还向我们展示了在不同的税率假定下，股票或者国库券的投资收益率分布，以方便你根据自己的特殊税收环境来选择一定期间内的收益率进行比较。或者，如果你不得不依靠公司所发放的股利或者利息为生的话，这本书还介绍了在收益不参加再投资的假定下，单靠股票价格增值可获得的投资收益率分布。希望不久后还会有人来对这些数据进行更新，以提供截至目前的最新情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 38 普通股投资的年度收益率：1925 ～ 1976 年

表 I

投资普通股按时间加权计算的收益率：[①]

考虑股利再投资

投资组合的现金流

初始权重相等

不考虑税

以美元计价

出售时间 \ 购买时间	12/25	12/26	12/27	12/28	12/29	12/30	12/31	12/32	12/33	12/34
12/26	0.8									
12/27	15.9	29.3								
12/28	23.7	37.4	45.7							
12/29	8.2	9.8	0.9	-29.4						
12/30	-2.2	-3.7	-12.9	-31.7	-38.0					
12/31	-11.3	-13.6	-21.6	-36.3	-41.2	-48.2				
12/32	-10.8	-12.6	-18.7	-30.0	-32.1	-30.7	-9.8			
12/33	-2.7	-3.3	-7.5	-15.5	-12.0	-1.4	37.1	106.0		
12/34	-1.0	-1.5	-4.9	-11.1	-7.0	2.3	28.3	54.4	15.3	
12/35	2.4	2.1	-0.6	-5.6	-0.6	9.3	33.1	53.5	32.1	50.7
12/36	4.7	4.7	2.4	-1.6	3.8	13.9	35.6	52.3	37.1	50.6
12/37	0.7	0.2	-2.2	-6.2	-2.9	3.1	16.1	23.0	8.1	6.0
12/38	2.9	2.6	0.6	-2.9	0.8	6.7	18.7	25.0	13.0	12.1
12/39	2.8	2.4	0.5	-2.6	0.8	5.8	15.6	20.3	10.3	8.8
12/40	2.2	1.7	-0.1	-2.9	0.1	4.5	13.0	16.8	8.0	6.2
12/41	1.5	1.0	-0.7	-3.2	-0.6	3.3	10.8	13.7	5.9	4.1
12/42	2.2	1.9	0.4	-1.9	0.8	4.6	11.5	14.1	7.2	5.9
12/43	3.6	3.5	2.2	0.1	3.0	7.0	13.7	16.3	10.2	9.5
12/44	4.6	4.6	3.5	1.6	4.5	8.6	15.1	17.8	12.3	11.9
12/45	6.3	6.4	5.5	3.8	6.9	11.1	17.6	20.4	15.4	15.4
12/46	5.5	5.6	4.7	3.1	5.9	9.7	15.5	17.9	13.3	12.9
12/47	5.4	5.5	4.6	3.1	5.7	9.2	14.6	16.8	12.4	12.0
12/48	5.1	5.1	4.2	2.8	5.2	8.5	13.5	15.5	11.4	10.9
12/49	5.8	5.8	4.9	3.6	5.9	9.0	13.8	15.7	11.9	11.4
12/50	6.5	6.6	5.9	4.6	6.9	10.2	15.0	16.7	13.0	12.8
12/51	6.9	7.1	6.3	5.1	7.4	10.5	15.1	16.7	13.2	13.0
12/52	7.1	7.2	6.5	5.3	7.5	10.4	14.9	16.4	13.1	12.9
12/53	6.7	6.8	6.1	4.9	7.0	9.7	13.9	15.4	12.2	12.1
12/54	8.0	8.2	7.5	6.4	8.6	11.4	15.6	17.1	14.1	14.1
12/55	8.4	8.6	8.0	6.9	9.1	11.9	16.0	17.5	14.5	14.6
12/56	8.5	8.7	8.1	7.1	9.2	11.8	15.8	17.2	14.4	14.5
12/57	7.8	7.9	7.3	6.3	8.3	10.7	14.4	15.6	13.0	12.9
12/58	8.9	9.0	8.4	7.5	9.5	12.0	15.7	16.9	14.4	14.4
12/59	9.0	9.2	8.6	7.7	9.7	12.1	15.7	16.9	14.5	14.5
12/60	8.8	9.0	8.4	7.5	9.4	11.7	15.1	16.2	14.0	14.0
12/61	9.4	9.6	9.0	8.1	10.0	12.3	15.6	16.7	14.5	14.6
12/62	8.7	8.8	8.3	7.3	9.1	11.3	14.4	15.4	13.3	13.3
12/63	9.0	9.1	8.5	7.6	9.4	11.6	14.7	15.7	13.6	13.6
12/64	9.2	9.2	8.8	7.9	9.6	11.7	14.6	15.6	13.6	13.6
12/65	9.4	9.5	9.0	8.2	10.0	12.0	15.0	16.0	14.0	14.0
12/66	8.9	9.0	8.6	7.8	9.4	11.4	14.2	15.1	13.2	13.2
12/67	9.6	9.7	9.2	8.5	10.1	12.1	14.8	15.7	14.0	14.0
12/68	9.8	9.9	9.5	8.8	10.4	12.3	15.0	15.9	14.1	14.1
12/69	9.3	9.4	8.9	8.2	9.7	11.4	13.9	14.8	13.1	13.1
12/70	9.1	9.2	8.7	8.0	9.4	11.1	13.5	14.3	12.7	12.6
12/71	9.2	9.3	8.9	8.2	9.7	11.3	13.6	14.4	12.8	12.7
12/72	9.3	9.4	9.0	8.4	9.9	11.4	13.6	14.4	12.9	12.8
12/73	8.8	8.8	8.4	7.8	9.1	10.5	12.7	13.3	11.8	11.7
12/74	8.1	8.1	7.7	7.1	8.3	9.6	11.6	12.2	10.8	10.7
12/75	8.6	8.6	8.3	7.7	9.0	10.3	12.3	13.0	11.5	11.4
12/76	9.0	9.0	8.7	8.1	9.4	10.7	12.8	13.4	12.0	11.9

出售时间 \ 购买时间	12/35	12/36	12/37	12/38	12/39	12/40	12/41	12/42	12/43	12/44
12/36	46.8									
12/37	-11.7	-46.1								
12/38	0.6	-16.2	30.7							
12/39	0.0	-11.2	13.0	-3.1						
12/40	-1.3	-9.8	6.3	-4.9	-9.9					
12/41	-2.2	-9.2	2.6	-5.5	-9.0	-9.9				
12/42	0.6	-4.9	6.2	0.7	1.0	7.5	30.8			
12/43	5.2	0.8	12.3	9.4	12.1	22.2	46.8	57.0		
12/44	8.2	4.5	15.7	13.7	17.1	26.8	45.6	49.6	39.0	
12/45	12.3	9.3	20.4	19.4	23.7	33.7	51.5	55.7	50.5	60.7
12/46	10.1	7.2	16.3	15.0	17.8	24.2	34.8	34.6	26.2	20.5
12/47	9.3	6.7	14.7	13.6	15.5	20.3	27.6	26.5	19.1	13.4
12/48	8.2	5.8	12.7	11.7	13.3	17.1	22.5	20.9	14.3	9.2
12/49	9.0	6.8	13.4	12.4	13.9	17.4	22.5	21.0	15.4	11.6
12/50	10.5	8.5	14.8	14.1	15.7	19.1	23.7	22.7	18.1	15.2
12/51	10.9	9.0	14.9	14.2	15.7	18.7	22.8	21.8	17.9	15.4
12/52	10.9	9.1	14.6	13.8	15.2	18.0	21.8	20.7	17.0	14.7
12/53	10.0	8.4	13.4	12.5	13.8	16.2	19.5	18.3	14.9	12.7
12/54	12.1	10.6	15.6	14.9	16.3	18.8	22.1	21.3	18.4	16.6
12/55	12.7	11.2	16.0	15.3	16.7	19.0	22.0	21.4	18.8	17.1
12/56	12.6	11.2	15.7	15.2	16.3	18.4	21.1	20.5	18.1	16.6
12/57	11.1	9.8	14.0	13.4	14.3	16.1	18.5	17.7	15.3	13.8
12/58	12.7	11.5	15.6	15.1	16.2	18.0	20.5	19.7	17.5	16.2
12/59	12.9	11.7	15.7	15.2	16.1	17.9	20.2	19.4	17.3	16.1
12/60	12.4	11.2	14.9	14.3	15.2	16.8	19.0	18.2	16.1	14.9
12/61	13.0	11.9	15.5	15.0	15.9	17.5	19.6	18.8	16.8	15.7
12/62	11.8	10.7	14.1	13.6	14.4	15.8	17.6	16.8	14.9	13.8
12/63	12.1	11.1	14.4	13.9	14.6	16.0	17.7	16.9	15.1	14.1
12/64	12.3	11.3	14.5	14.0	14.7	16.0	17.6	17.0	15.2	14.3
12/65	12.6	11.6	14.7	14.3	15.0	16.3	17.8	17.2	15.6	14.7
12/66	11.9	10.9	13.8	13.4	14.1	15.2	16.7	16.0	14.4	13.5
12/67	12.7	11.8	14.7	14.3	15.0	16.1	17.5	17.0	15.4	14.6
12/68	12.9	12.0	14.8	14.5	15.2	16.3	17.7	17.1	15.6	14.8
12/69	11.9	11.0	13.7	13.4	13.9	14.9	16.1	15.5	14.1	13.3
12/70	11.5	10.7	13.3	13.0	13.4	14.3	15.5	14.9	13.4	12.7
12/71	11.7	10.9	13.4	13.1	13.5	14.4	15.5	15.0	13.6	12.9
12/72	11.7	10.9	13.4	13.0	13.4	14.3	15.4	14.8	13.5	12.8
12/73	10.7	9.9	12.2	11.8	12.2	13.0	13.9	13.4	12.1	11.5
12/74	9.7	8.9	11.1	10.9	11.0	11.8	12.6	12.0	10.8	10.2
12/75	10.5	9.7	11.9	11.8	11.9	12.6	13.5	13.0	11.8	11.1
12/76	11.0	10.2	12.4	12.2	12.4	13.1	14.0	13.5	12.3	11.7

出售时间 \ 购买时间	12/45	12/46	12/47	12/48	12/49	12/50	12/51	12/52	12/53	12/54
12/46	-9.5									
12/47	-4.2	0.0								
12/48	-3.4	-0.8	-3.1							
12/49	2.1	5.7	8.3	19.7						
12/50	7.9	12.6	16.7	27.3	35.9					
12/51	9.5	13.5	16.5	23.4	25.3	14.8				
12/52	9.6	13.0	15.3	19.9	19.9	12.5	8.9			
12/53	8.0	10.6	12.1	15.2	13.7	7.6	3.5	-3.2		
12/54	12.7	15.7	17.9	21.5	21.7	18.0	18.6	22.9	55.2	
12/55	13.6	16.3	18.3	21.5	21.9	18.6	19.2	22.3	37.4	19.1
12/56	13.4	15.8	17.3	20.0	20.1	17.1	17.1	18.8	27.0	13.5
12/57	10.7	12.5	13.6	15.5	14.9	12.1	11.3	11.3	14.7	3.6
12/58	13.5	15.5	16.8	19.0	18.9	16.7	16.7	17.8	22.2	14.7
12/59	13.5	15.5	16.8	18.8	18.8	16.8	16.8	17.8	21.5	15.3
12/60	12.5	14.3	15.4	17.1	16.8	15.1	15.0	15.6	18.1	12.8
12/61	13.4	15.2	16.2	17.8	17.5	16.2	16.2	16.8	19.3	14.9
12/62	11.5	13.0	13.9	15.1	14.7	13.2	13.0	13.2	14.9	10.7
12/63	12.0	13.5	14.2	15.4	15.1	13.7	13.4	13.7	15.3	11.6
12/64	12.3	13.7	14.4	15.5	15.2	13.9	13.7	14.0	15.6	12.2
12/65	12.8	14.4	15.1	16.2	16.0	14.7	14.5	14.9	16.5	13.4
12/66	11.7	13.1	13.8	14.7	14.5	13.1	12.9	13.2	14.6	11.5
12/67	12.9	14.2	14.9	15.9	15.8	14.5	14.4	14.8	16.3	13.6
12/68	13.2	14.5	15.2	16.2	16.0	14.9	14.9	15.3	16.7	14.2
12/69	11.7	12.8	13.4	14.3	14.0	12.9	12.8	13.0	14.1	11.7
12/70	11.2	12.2	12.7	13.5	13.2	12.2	12.0	12.2	13.2	10.9
12/71	11.4	12.5	13.0	13.8	13.5	12.5	12.4	12.6	13.5	11.4
12/72	11.5	12.3	12.9	13.7	13.5	12.5	12.3	12.5	13.4	11.4
12/73	10.2	11.0	11.4	12.0	11.8	10.8	10.5	10.6	11.4	9.4
12/74	8.9	9.6	9.8	10.4	10.1	9.0	8.7	8.7	9.4	7.4
12/75	9.9	10.6	10.9	11.5	11.2	10.3	10.1	10.1	10.8	9.0
12/76	10.5	11.3	11.6	12.2	12.0	11.0	10.9	10.9	11.6	9.9

出售时间 \ 购买时间	12/55	12/56	12/57	12/58	12/59	12/60	12/61	12/62	12/63	12/64
12/56	6.6									
12/57	-3.7	-13.8								
12/58	13.1	16.8	58.1							
12/59	14.1	17.2	36.1	14.5						
12/60	11.3	12.9	22.0	6.5	-1.9					
12/61	14.1	16.0	23.8	13.7	13.0	27.6				
12/62	9.5	10.4	15.2	6.4	3.9	5.9	-13.4			
12/63	10.6	11.5	15.9	8.9	7.5	10.5	2.1	17.8		
12/64	11.4	12.3	16.3	10.5	9.7	12.8	7.7	18.6	16.5	
12/65	12.7	13.7	17.8	12.8	12.6	16.0	13.0	22.8	23.8	28.5
12/66	10.7	11.4	14.9	10.2	9.7	12.1	9.0	14.9	13.0	10.1
12/67	13.0	13.8	17.4	13.4	13.4	16.2	14.3	20.8	21.4	22.5
12/68	13.8	14.6	18.0	14.5	14.7	17.3	15.7	21.4	22.1	23.2
12/69	11.1	11.6	14.2	10.9	10.6	12.2	10.3	14.1	13.5	12.9
12/70	10.3	10.7	12.9	9.8	9.4	10.7	8.7	11.7	10.7	9.6
12/71	10.8	11.3	13.4	10.6	10.2	11.5	9.8	12.6	11.8	11.0
12/72	10.9	11.3	13.3	10.6	10.3	11.5	10.0	12.5	11.8	11.1
12/73	8.7	8.9	10.5	8.0	7.7	8.5	7.0	8.9	7.9	6.6
12/74	6.7	6.8	8.0	5.6	5.2	5.7	4.2	5.6	4.4	3.0
12/75	8.4	8.6	9.9	7.7	7.3	8.1	6.7	8.3	7.4	6.4
12/76	9.4	9.6	11.0	8.9	8.7	9.6	8.4	10.0	9.3	8.4

出售时间 \ 购买时间	12/65	12/66	12/67	12/68	12/69	12/70	12/71	12/72	12/73	12/74	12/75
12/66	-8.2										
12/67	17.9	51.5									
12/68	21.0	40.3	28.5								
12/69	9.3	16.1	1.7	-20.1							
12/70	6.4	10.8	0.4	-11.8	-4.4						
12/71	8.3	12.4	4.6	-2.5	6.8	17.0					
12/72	8.7	12.1	5.9	0.9	8.0	13.4	6.7				
12/73	4.1	6.0	0.5	-4.2	-0.5	-1.1	-9.9	-28.1			
12/74	0.4	1.6	-3.5	-7.9	-5.6	-7.4	-14.6	-26.0	-27.2		
12/75	4.3	5.9	1.7	-1.6	1.7	1.8	-2.0	-6.4	6.4	53.8	
12/76	6.7	8.4	4.8	2.2	6.0	7.1	5.0	3.4	16.9	48.3	40.1

①年息率，每年计算复利。

资料来源：Lawrence Fisher and James H. Lorie, *A Half Century of Return on Stocks and Bonds*, Chicago: University of Chicago Press, 1977.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

39 成为百万富翁的两种方法

你真心想成为富人吗？太多的人希望能变得富有。虽然对大多数人来说，美国梦就跟彩票中奖一样渺茫，但并不一定会是这样。这里就有一种方法，不过，这并不是一个能让你一夜就致富的快速方案。实际上，借助复利的力量，任何人都可以在退休前就攒够100万美元。要实施这个方法，唯一需要的就是适度储蓄的心愿和合理的投资。

图39向我们介绍了两种攒够100万美元的方法，一种是一次性投资的方法，而另一种则是定期投资的方法。左侧的图假定你现在刚好30岁，在免税的个人退休金账户中存有10 000美元。如果你能让你的投资获得15%的年收益率（这个假定有点激进，但并非不可能实现），那么，等你到了65岁准备退休的时候，账户中就会有130万美元了！惊奇吧？这就是复利的惊人力量所在。

那么，如果你现在并没有这10 000美元怎么办呢？右侧的图仍然假定你现在刚好30岁，每年可以往你的个人退休金账户中存入1000美元。同样地，如果你能让你的资金每年获得15%的收益率，那么，等你到了65岁的时候，账户中的金额将刚好超过100万美元。这个计划现实吗？我认为是的，不过，它涉及了一些“假定条件”。15%的收益率并非不可实现，在过去的10年中，标准普尔500指数的平均年度收益率比这个标准还要高一些。不过，这个例子并没有考虑通货膨胀的影响。如果平均每年的通胀率为4%的话，要实现目前100万美元的真实购买力水平，那么你就需要争取得到每年19%（15%加4%）的投资收益率。这个要求就比较难以达到了，不过也不是完全不可能的。在过去的10年中，有超过30家共同基金的收益率是高于这个水平的。

就算你认为这样的收益率水平不好实现，也不要着急，再想一想。虽然这些图并没有明确指出，但实际上，它还隐含着另一个明显的方法。请试着将这两种方法结合起来，并且，提前几年就开始进行投资。如果你在25岁的时候就开始这个计划，且每年能投入2000美元到你的个人退休账户当中（很多人都是这样做的），那么，到30岁的时候，你就已经攒够了10 000美元。如果你还能继续每年都投入2000美元，并且这些钱都能实现每年15%的收益率，那么，到65岁的时候，你账户中的金额累计将达到惊人的400万美元！如果只是单纯地希望最后能拿到100万美元，那么，你的投资收益率只要能达到10%就够了——这并不是一个多么难以实现的目标。在过去超过60年的时间里，纽约证券交易所的股票平均投资回报率都高于这个水平（详见图12）。

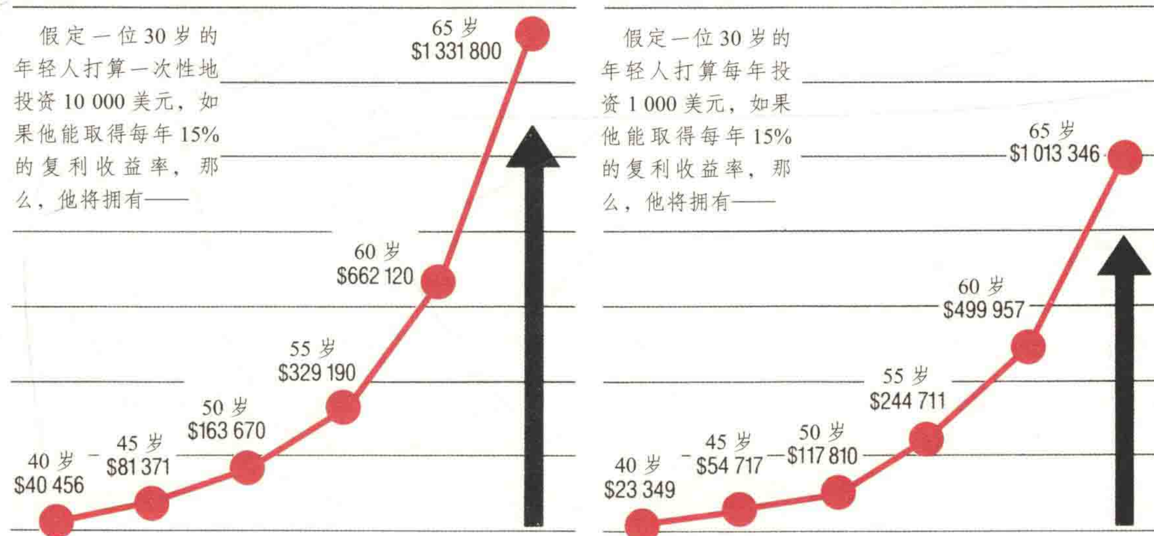
所以，几乎每一个美国人都是可以成为百万富翁的。作为年轻的一代，如果我们能独立计划自己的未来，那么，是不需要去担心社会保障体系会不会崩溃的。当然，要保障这个结论的正确性，需要我们假定税法依然会允许我们将钱投资到个人退休金账户和其他一些可以延迟纳税的退休金或者养老金账户当中。让我们祈祷政治家们不会剥夺我们的这种避税福利，因为如果他们一旦这样做的话，对普通大众来说，想当百万富翁的美国梦就只能变成白日梦了。

再版补充

目前，由于个人退休金账户的存款限额已经提高，因此，想攒够100万美元的梦想更加容易实现了。开始你的储蓄计划并让复利的力量来帮助你吧！那些到了退休时都还没有成为百万富翁的人，一定是错过了20年前这本书首次问世时的阅读机会。此外，我还想说的是，虽然现在的100万美元已经不等同于20年前的100万美元了，但这些原则还是同样适用的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 39　两个关于复利力量的例子



注：这两个例子均假定将所有股利和与之对应的其他收益所得税用于再投资。

资料来源：Reprinted from *U.S. News & World Report*, Copyright © 1968, U.S. News & World Report, Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

利率、商品价格、房地产和通货膨胀

我还只是一个经济学专业的本科生时，总是感到利率这个东西非常难以理解。对我来说，利率太神秘了，它们到底是原因呢，还是结果呢？教授们似乎故意把这个话题弄得非常复杂。然而，利率无非是你为了借钱而付出的对价——你可以说它是金钱的价格，与其他东西的标价其实并没有太大的区别。有些现象的发生能将其他东西的价格推高，那么同样地，利率也会被这些现象推上高位。在这一部分中，你将不仅了解到利率，还将了解到很多其他东西的价格变化，比如商品价格、批发价格、房地产价格和社会整体通货膨胀的情况。

利率的变动

利用图表的一个妙处是，你可以一眼就看明白那些要让很多人学习数年才能理解的内容。作为一个初学者，你将看到长期利率和短期利率往往同时向上或者向下波动，但波动的幅度并不相同。以 90 天的国债收益率为例，短期利率往往要比 30 年期的长期国债收益率波动更大。如果你理解金融市场是多么感性，那么就能明白为什么会这样了。华尔街有个特有的歇斯底里式的思维方式，那就是哪怕明天就是世界末日了，但从长期来看，一切都会得以完美恢复；并且几年以后，人们又会认为眼前形势大好，而未来却无比暗淡。

你还会看到，短期利率的水平往往比长期利率的要低一些，这是因为投资期越长，风险就越大。你会发现，短期利率和长期利率之差可以作为衡量经济活力的晴雨表：如果短期利率比长期利率低很多，那么经济就比较健康；如果两者之差非常小，就说明风险已在隆隆作响。妙的是，你可以从一幅图、一个故事中快速掌握这一切。

这些图还能告诉我们更多道理。你将了解到重要的启示——西方各国的利率总是同步上升或者下降，同样，商品价格和整体通胀水平也是这样的。这在法国、德国、瑞士、英国、比利时、荷兰，当然，还有美国都是如此。你将看到，这些国家的利率总是同步出现上升或者下降趋势。这是因为，自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从资本主义出现后，我们生活在一个相互交织和影响的经济共同体当中——这与我在经济学院读书时他们教我的恰好相反。讽刺的是，经济学理论主要被凯恩斯学派和货币学派的经济学家所主导，他们都相信我们可以从周边的世界中独善其身，取得更好的结果。在本书最后一部分你将看到，对于股票而言，这是不成立的；对于利率和各种商品的价格来说，这也是不成立的。

关于利率走势的其他启示

在这一部分中，你还会看到，利率走势与国家经济增长和企业盈利情况是密切相关的，而且，你可以分析出这其中的原因。利用它们之间如此密切的相关关系，你甚至可以比大部分经济学家更准确地进行企业盈利预测，关键就是要观察好利率的趋势。批评者可能认为，或许你靠占卜板去猜都可以比经济学家预测得更准，但这并不能否认利率与企业盈利之间的密切相关性。比如，假设你想预测石油的价格。经济学家们在这方面的表现一直都很糟糕，笼统地说，他们在所有大的上升和下跌转折发生前做出的预测都失手了。石油价格的波动趋势与利率的波动趋势之间存在着非常密切的联系，你在图44中就能看到这一点。因此，单靠对利率的研究兴趣，你就能在油价波动中站在正确的重要趋势方向上。

此外，你还将看到，与你一直所想象的相反，高利率并非是现在才有的新现象。很多人都认为，第二次世界大战之前的利率水平一直较低，而在之后，因为我们对经济的管理越来越糟糕，利率水平才逐步上升。我在投资者中进行过一个调查，发现95%以上的投资者都认为美国在19世纪的年利率水平在1%～3%，这距离真实的情况实在太远了。在图45中你将看到，实际上历史上的短期利率很少低于5%，而且还经常高达10%，甚至还有几次我们的利率竟然高达20%～25%（当时国家处于和平时期）。为什么会这样呢？这是因为在那个年代美国就像是一个第三世界国家，风险很高，因此只能用极高的利率才能把资本从欧洲吸引过来。

相比之下，英国在当时有着美国今天这样的世界地位——它是经济稳定的堡垒。所以，英国人借款的成本比其他任何国家的人都低。但是，在图46中你会看到，这幅图奇妙地把我们的多个话题联系在了一起，它说明了英国和美国的利率在1860年后一直保持着同步的上升和下降步调，并且，随着英国经济的发展在20世纪中逐渐放缓，而美国的经济发展却日渐兴盛，英国的资本成本逐渐超过了美国。

事实上，如果不理解英国在18世纪和19世纪当中对全球经济的主导地位，那么就无法深刻理解当今的经济学现状。看过了美国利率水平的波动趋势后，在图47中你就会发现英国曾经是多么强大，因为即使是在美国独立战争、拿破仑战争、工业化革命和第一次世界大战等这些大事件期间，英国也能维持它的资本成本稳定，它的世界主导地位丝毫没有被动摇。

通货膨胀的作用

利率不是存在于真空当中的。如果利率是华尔街舞曲的旋律之一，那么通货膨胀的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况和商品价格的变动也一定参与了旋律的构成。利率水平的波动和通货膨胀率的变化情况往往是同步的。大部分人对于通货膨胀的历史都了解甚少，就像他们不太了解利率的历史水平那样。这些人认为，通货膨胀是现代社会才有的现象，而且价格一旦涨上去就不会再跌下来了。但真相是，在历史上，通货膨胀已经来来去去了很多次。在图 51 中你将看到，批发价格（销售给生产厂家的商品）在 1750 ～ 1950 年这 200 年内，有过 5 次大的上升和下降阶段。接下来，在图 49 和图 54 中你将看到通货膨胀之歌在全球持续播放的痕迹。

通货膨胀的历史非常悠久。通过图 50 你可以发现，英国通货膨胀所带来的物价水平潮起潮落现象最远可以追溯到 1300 年。英国是唯一拥有如此长的通货膨胀记录可供研究的国家。有时，每隔 50 年或者 100 年就会突然发生物价水平飙涨，然后涨势逐渐收住，并慢慢恢复原状。这种短时间内剧烈的价格起落掩盖了长期趋势中通货膨胀的本来面目。其实，长期的通货膨胀率可能低得和你想象的一样，无论是在美国还是全球其他国家都是如此。但一直以来，我们都被短期内剧烈的通货膨胀幅度给吓住了。

探讨美国自己的通货膨胀历史走势是非常有意思的（详见图 52）。从图上看去，1900 年以来美国发生过很多次通货膨胀，但借助财务计算器算一下平均年复利增长率，你能够对此有更科学的认识。1790 年以来，我们的年通货膨胀率平均仅为 1%，1900 年以来的也平均仅为 3%。不过，恐怖的是，3% 的年平均通货膨胀率可以让物价在 80 年内上升 10 倍，如果再加上 8 年（即 88 年）的话，那么，今天一辆售价 1 万美元的汽车将让你的孙子在 88 年后花上 12 万美元才能买入，而普通的住房到时候可能将标价好几百万美元。我的天呐！

细看房地产和商品价格的变化

在人们的心目中，房地产价格和通货膨胀总是联系在一起的。这也许是对的，因为在这一部分的图中你将看到，房地产投资是可以用来对冲通货膨胀的不利影响的（也许还可以用来避税）。在最坏的情形下，房地产至少可以作为一种自欺欺人的好投资对象。与寻常人的认识相反，从长期来看，房地产其实一直是糟糕的投资对象，它的投资收益很少能跟上通货膨胀的速度，甚至有时候会连续几十年都跟不上通货膨胀的步伐。

如果将房地产投资和股票投资的长期收益进行对比，你就会对房地产的差劲业绩感到诧异。如果投资的是未经开发的土地，那就更惨了。投资房屋的业绩会比投资土地的强一些，但仍然不太能跟上通货膨胀的速度。事实上，也就是在最近几十年房地产才被认为是投资选项之一，在此之前，房地产一直被认为是长期的消费支出。

那么，为何每个人都认为投资房地产会有利可图呢？这是因为大家都忘记了大部分房地产投资的收益其实来自于在房地产价格快速上涨时他们所使用的杠杆。在买房子时，通常是自己只出 1 美元就可以借款 4 美元。于是，如果房子的价格上涨 10%，那么你的钱就获得了 50% 的收益。但在通过借款来提高潜在投资收益的同时，你也在放大自己的风险。第二次世界大战之后剧烈的通货膨胀驱动了社会经济繁荣的表象，使人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们已经忘记了房地产投资的风险。但是，这些图将让你正视并记住很久以前房地产价格低迷的那些时期，并做好准备对未来有个现实的预期。

再来看看商品价格的变化。因为当商品价格疲软的时候，通货膨胀率和房地产价格很少能走强。在图 56 中你将看到，商品价格一直以来的走势是多么疲软。因此，如果你想投资房地产，请你最好先忍一忍，直到你看见商品价格出现了上涨为止。正如房地产可以作为通货膨胀的对冲工具，同样的道理，商品也可以，而且效果会更好。

对大多数人来说，对冲通货膨胀的终极工具是黄金投资。但在图 57 中你可以看到，用黄金去对冲通货膨胀的作用其实时有时无，这让大部分长期的黄金持有者失望。除去个别几年例外的情况，实际上，黄金价格的变化是跟不上通货膨胀的速度或者其他东西的价格变化的。对于其他绝大部分重要商品来说也是如此。除非有剧烈的通货膨胀把商品价格一再推高，否则，这些所谓的通货膨胀对冲工具我们最好还是不碰为妙。

从长期来看，通货膨胀从根本上反映了各国政府超发的货币数量。商品价格、房地产价格和货币价格所受到的影响其实是一样的，因此，它们的价格基本都是被捆在一起的。

从历史上看，战争往往都伴随着通货膨胀。一些人认为，战争对经济是有好处的。战争或许对投机者有好处，就像从图 55 中可以看到的，商品价格在战争开始之前和战争中飙升，然后在战争后又慢慢回落。不过，战争对经济的发展肯定是没有好处的。很多证据都表明战争是有害的，关于它能推动经济发展的证据，却实在难以找到。战争会导致短期的物资稀缺和中断，于是带来价格飙升和经济混乱。

因此，如果你想避开通货膨胀、高利率、不稳定的商品价格，首先要做的就是躲开战争，然后就是把印刷钞票的权力从政府手中拿走。当你把这一部分的内容看完，你将领会到严格的金本位制度对避免通货膨胀的好处。英国在主导世界经济时，就在这方面做得非常成功，而且保持了很长时间。

2007 年作者注释：再版补充

在我的观念中，最重要的更新都与视野有关。在 1987 年时，高利率似乎是完全不可避免的。事实上，在我的整个成年时期，美国的利率水平一直很高——为什么世界其他国家不是这样的呢？

随着视野的开阔，我发现今天美国的低利率水平并非反常（尽管利率已处于历史低位）。20 世纪 70 年代和 80 年代反常的高利率是由全球性的糟糕货币政策造成的。现在，中央银行的专家们已拥有了原来所没有的海量、即时信息所带来的便利，以及更多的管理经验。他们可以不断地学习和检验各种理论，这是他们的前辈们所做不到的；而且，一旦犯错也可以更快地进行补救，因此错误政策带来的最坏结果也就比过去好了很多。但是在 1987 年的时候，我还无法洞察到技术的演变能够让各国的中央银行进行更好的沟通和合作成为可能。

在一定意义上，我原来关于战争与通货膨胀之间联系的观点依然是正确的。在过去几十年，战争的主要资金来源就是通货膨胀。但是现在的情况不同了，主要有三个因素发生了变化。第一，世界主要大国之间的通货膨胀相互交织影响越来越严重。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个国家的通货膨胀会与其他国家的通货膨胀水平同步升降变化，通货膨胀的代价在一定程度上被它的贸易伙伴“补贴”了。没什么能比欧元的创立更能说明这一点了，每个国家的通货膨胀都与其他成员国直接关联。第二，苏联的解体导致了冷战的结束，也大大降低了潜在战争的规模和损失。用国内生产总值和全球证券市场的规模来衡量，现在的战争规模要比之前的小很多。

第三，通过速度越来越快及价格越来越便宜的半导体、激光和光学设备、无线通信的发展，科技呈现出爆炸式变革，军事科技也改变了战争的面貌。我们不再有持久的战争，大量的士兵、军火和设备投入。今天，我们有激光制导炸弹、夜视设备及类似的装备，这让美国有能力在短时间内结束战争，而且伤亡很低。与过去的战争相比，花费也低了很多。随着战争的重点转向技术和速度，相对于经济规模和市场规模，战争的成本是下降的。例如，伊拉克战争 2006 年的成本大概是 870 亿美元，当然这个成本今天仍在继续产生着，但这只占美国国内生产总值的 0.7%。因为通货膨胀的全球影响比过去更明显，我们应该记住 870 亿美元是 2006 年全球国内生产总值的 0.2%——几乎可以忽略不计，因此这并没有让政府产生要去印刷钞票的实际压力，也就不会引起更高水平的通货膨胀。

还有，20 年前我的很多观点都受到我的如下体验和预期的影响——利率和通货膨胀将维持相对高位。因为通货膨胀一直保持着良性的发展，因此利率水平也很温和，无论短期利率还是长期利率都是如此。那么，这是说联邦储备银行或者其他国家的中央银行以后都不会再犯愚蠢的错误了吗？不！在很多新兴经济体中，中央银行依然犯了不少愚蠢的错误，只不过它们犯错的概率越来越小了。平均来看，最近 20 年的情况与我第一次写本书时相比，就要好得多了。

还有一点：由于最近几年房地产市场火爆起来，我的有关房地产的图有些不合时宜。一个普遍的共识是，2007 年是房地产泡沫之年。我不这么认为。泡沫只有在破灭很久之后才能被称为泡沫，而现在的房地产市场还没有发生崩盘。在顶部时，泡沫一般都被人们称为“新范式”，人们会认为这次“不同以往”，而且都会变得非常亢奋。这些情况在 2006 年和 2007 年都还没有出现——反过来，忧虑情绪四处可见。此外，房地产有着强烈的区域化特征。当旧金山的房价飙升时，迈阿密的房价却可能下跌。还有，当利率正处在历史上的健康时期时，很难想象房地产会真的发生暴跌。人们今天似乎忘记了这几年借款的形势是多么好，担心流动性的一点点减少就会导致“泡沫破裂”。不管人们怎么说泡沫吧，反正房地产投资与股票投资相比，依然是比较糟糕的长期投资对象，而且缺乏流动性。它看起来能获得超额利润的原因主要在于杠杆的利用。

一切仍在继续！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40 利率曲线走势

这幅报告了25年来短期利率和长期利率走势的图，在1974年便出现在了我的书桌上。如果我们现在回首去看，1974年正是美国经济在战后萧条期中最糟糕的一年。从这幅图中我们可以学到不少简单的道理。首先，短期利率和长期利率在同一时期内的走势往往是同向的，请看1953年或者1957年的时候，它们几乎同时达到了波段高点。1970年时短期利率比长期利率先到达高点，但也只是提前了几个月而已。在这种情况下，短期利率实际上是向投资者发出了讯号，提前告诉了投资者长期利率的未来可能走势（详见图42）。不过，怎么解释1973年所发生的现象呢？在这一年里，短期利率先是短暂见顶，回落后再上冲，直到1974年后半段都还在一路攀升。

这世上并不存在完美，不过这幅图的不完美之处恰好说明了另一条不完美法则：当利率连续多月陡然下降时，经济将变得非常弱势。图40中的阴影部分是美国国家经济研究局（NBER）所报告的经济萧条期。美国经济研究局是美国的官方经济数据记录机构。可以看出，除1966年以外，每一次当利率曲线俯冲向下发展时，国家经济萧条期便开始启动了。

在1974年后期，杰拉尔德·福特总统面对经济困境，提出用紧缩的货币政策来“马上赶走通货膨胀”——还记得那些印有W.I.N.⊖符号的徽章吗？这位总统还要求我们进一步放慢本来已经步履蹒跚的经济周期。他本来可以通过短期利率在1973年“触顶回落”这一信息得到清晰的警示，但他却错失了。因此，如果福特总统能早一点知道他正在干什么，而不是硬要去跟通货膨胀错误地对抗的话，我们在1974年的经济就不会变得那样糟糕了。事实表明，经济的衰退正是从1973年晚期开始起步的——只不过在这幅图中，美国国家经济研究局还没有来得及将它标识出来而已。从1974年后期开始，长短期利率都开始下跌，正如它们在任何一个经济下滑期间里的表现那样。在这个例子中，按照“如果短期利率见顶，意味着经济即将开始下行”这个道理来行事，你将受益匪浅——利率的走势虽然会存在一些暂时的调整，但终究会调整到位。

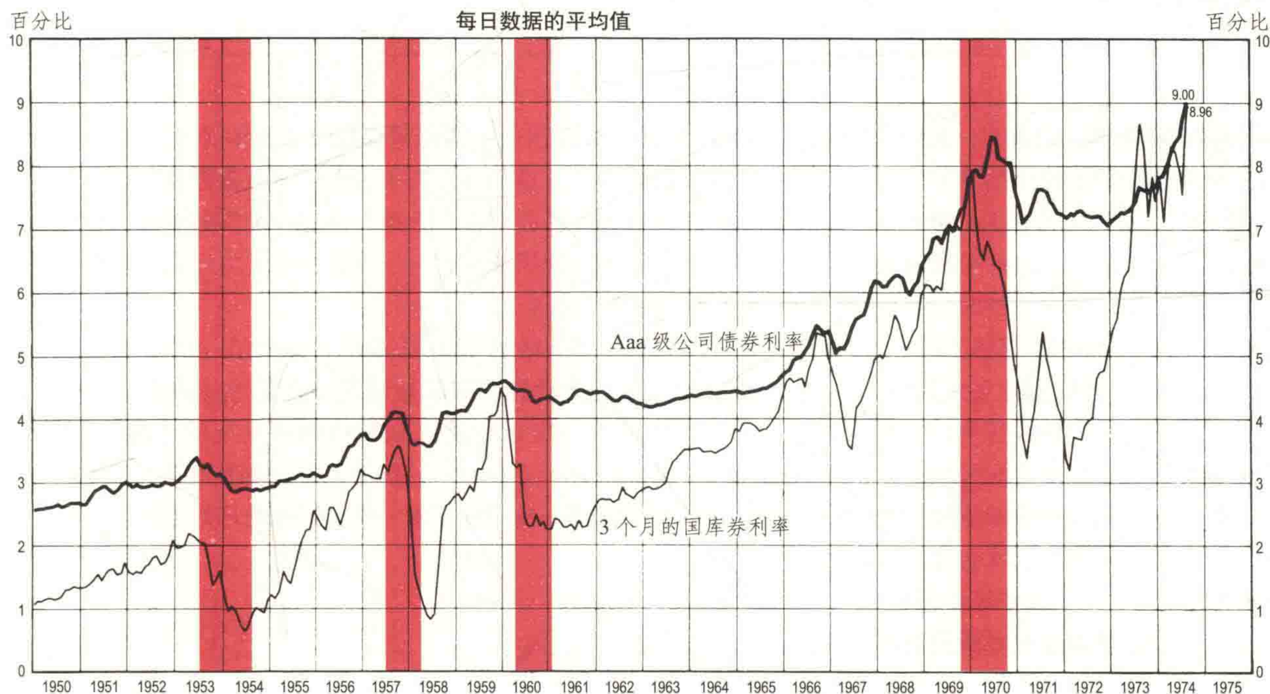
此外，这幅图还告诉我们：短期利率相对长期利率波动性更强，并且始终低于长期利率。这是因为，资金出借方对于长期的借款风险通常都会索要更高的补偿，因为在长期里，不确定因素更多一些。因此，通过这幅图可以总结出的另一个警示讯号即是，当波动幅度更大的短期利率线接近或者甚至向上穿过了长期利率线时，便需要非常小心了。

将上述这些道理应用于1986年后期的情形会怎么样呢？长短期利率在1985～1986年都在下滑，这告诉我们真实的经济状况比政府当前的统计数据所报告的情况更为疲软；不过，6%的短期利率水平比长期利率水平还是低了2～3个百分点，因此我们暂时还不需要对未来经济太过担心。

⊖ W.I.N.是“whip inflation now”的缩写，意为“马上赶走通货膨胀”。杰拉尔德·福特发起了一场“W.I.N.”运动来对付通货膨胀，即将印有“WIN”字样的徽章贴在各类商品上，号召人民多种粮食、节约能源、勤俭持家，通过抑制需求的办法来对抗通货膨胀。从今天的角度来看，这些措施并不奏效。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 40 长期利率与短期利率的走势：1950 ～ 1975 年



注：阴影部分表示美国国家经济研究局认定的经济萧条期。

资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis.

再版补充

20 世纪 80 年代后期，美国的经济环境正从历史高利率水平中逐渐恢复正常。在 80 年代中期已不太可能再体会到 70 年代时的高利率水平了，因为现在全世界的中央银行都有了更多经验教训，并且能得到更多实时信息，已不太可能再像过去那样在宏观政策方面犯错误了。我自己对于短期利率和长期利率的看法，已在《投资最重要的三个问题》一书的第 2 章和第 6 章中有了全面的更新。过去的通货膨胀都是由中央银行的错误行为所导致的，在管理货币的供应和通货膨胀方面，过去三位美国联邦储备局的负责人都比他们的任何一位前任做得出色很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

41 长期利率：全球经济范围下的四国走势

图41向我们揭示了一个大多数经济学家都拒绝承认的事实：我们生活在全球经济当中，国界之外的事情其实是躲不掉的。图中列出了四个西方国家在20年当中的长期利率走势。请注意，这四个国家无一避开了主要的利率巅峰时刻，比如，1970年和1974年；而且，这些国家的长期利率进入低谷期的时间也基本相差不远。当一国的利率上浮时，其他三个国家的利率也在上浮；当利率下调时，四个国家的利率都在下调。

虽然有些顽固分子总是认为一个国家是可以反潮流而特立独行的，但事实却是，这种情况极少发生——而且就算发生了，也往往是以失败告终的。由于经济学家们被政治思维严重误导，坚持提出我们可以不管其他国家的事情而控制自己的命运安排。政治家们天天鼓吹经济独立主义和他们自己的解决方案。毕竟，无论目前我们身处何地，谁会愿意投票给一个不敢宣称自己可以控制大局的掌舵人呢？然而，在经济学领域，历史数据告诉我们，大家都是一条船上的人。虽然里根总统对治理当前美国的通货膨胀和高利率很有一套，但事实上，这一切并不是由于他的政治主张而得到解决的，他只是顺势而为罢了。因为我们只要放眼海外看看就会发现，这类发展与进步在全球各地同步进行。

一直以来都是这样的。请留心阅读图51和图56[⊖]中20世纪20年代和19世纪中的商品与批发价格变化，虽然我们的国民生产总值中只有一小部分来自对外贸易，但是，要想避开外国经济活动对我们的影响，是绝无可能的。

图41给我们的启示是，请记得要常常去看看海外正在发生什么事情，以方便我们在考虑这里将要发生什么时，有横向比较的依据。1986年，大多数西方国家的利率都在下滑，因此，美国的利率上行的压力就非常小，而下调的空间则非常大——这就解释了为什么当时的股票市场和债券市场能够繁荣起来。

图41出自位于圣路易斯的联邦储备银行在1981年10月所公布的一份月度公告。圣路易斯的联邦储备银行是经济数据的最佳来源地之一，喜欢图的人一定也会爱上这家机构所发行的《国际金融数据》（*International Financial Statistics*）和《美国金融数据》（*U.S. Financial Data*），你只需要邮寄一封书面请求，便可以免费订阅这两份资料。

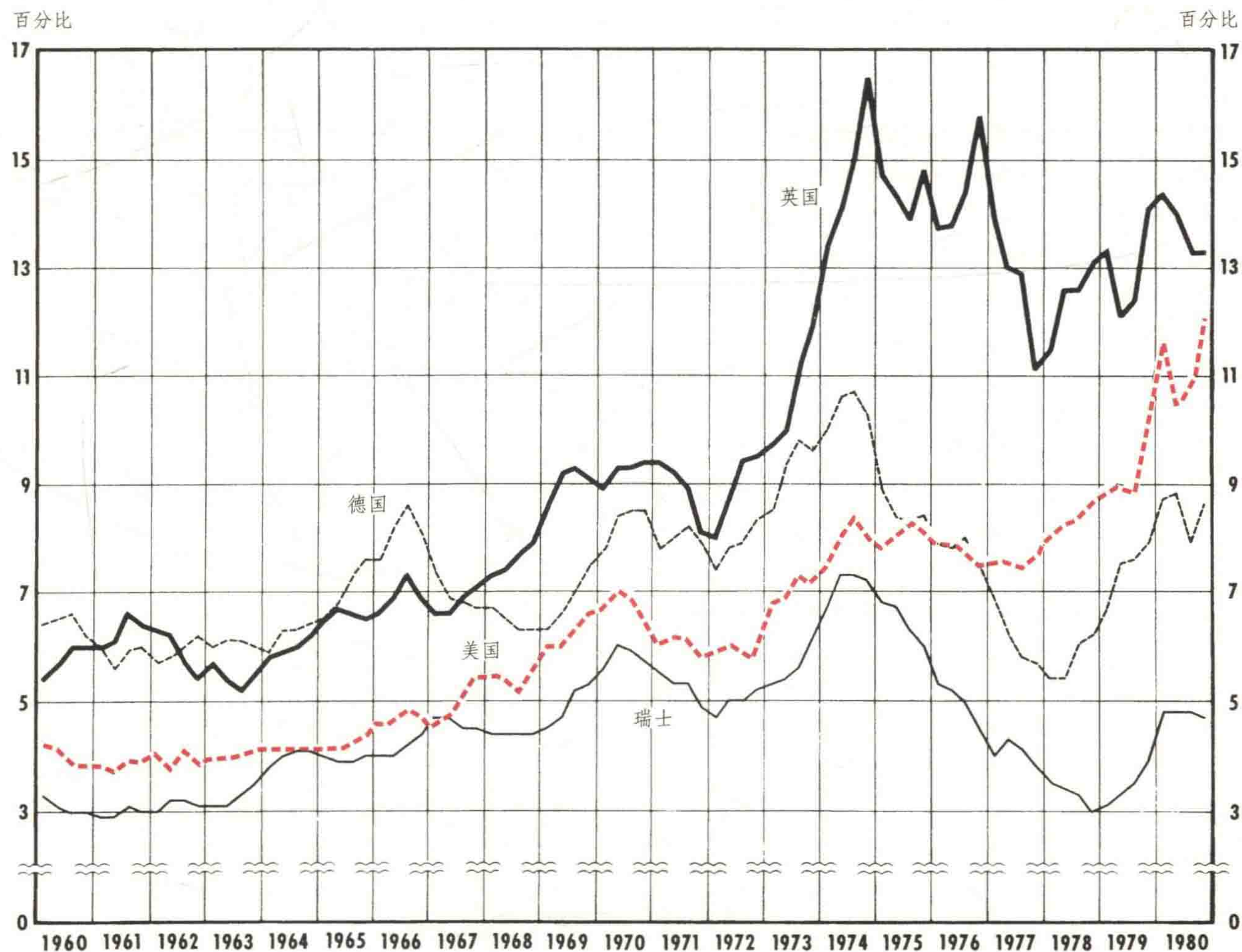
再版补充

此处的结论在今天仍然是成立的！全球经济的关联度比我们所想象的还要高得多，一直以来都是如此，并且还将变得更加紧密。

⊖ 原文为图57，但根据上下文判断应当为图56。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 41 特定国家的长期利率走势：1960 ～ 1980 年



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis, October 1981.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

42 似乎互相绑定在一起的收益率

与图 41 一样，在图 42 中，你也能见到不同国家金融事件的相同走势，只不过这一次你看到的是四个欧洲国家的利率和股利收益率，以及两者之间的关联变化。请先看上图中利率的走势，这里列出的是长期政府债券的收益率变化趋势——长期政府债券是这些国家最优质的证券，可以看到，这四个国家的长期政府债券收益率几乎都是同步上升和下调的，就像是它们彼此被绑定在了一起。1957 年，图中除英国外的其他三个国家，利率都达到了最高值，而英国的利率在此之后也只是略微向上浮动了一点点而已。接下来，四国的利率都开始下行，直到 1959 年，这四个国家的利率几乎同时建立起了底部为止。

不过，这当中也有一些变化。在 1960 ～ 1962 年，四个国家的利率走势就略微有所不同，其中，德国和英国的走势比较一致，但它们与比利时和荷兰的利率走势有所不同。可是，从 1963 年开始，这四个国家的利率走势基本上又步调一致了。如果这还不能让你感到信服的话，请再看看下图中投资股票的股利收益率变化趋势。这四个国家每一年的股利收益率变化完全就跟镜像反映一样同步，例外情况只有：其他三个国家的股利收益率都在 1958 年见顶了，而德国的却提前了一年；荷兰的股利收益率在 1960 年时没有同步上涨；以及比利时的股利收益率在 1961 年时没有与其他三个国家的同步上涨。

图 42 给我们的启示与其他图一致，即绝大多数主要经济体的本质是被绑定在一起的。从这些图中，你可以学到一些简单的道理，从而通过案例的学习去提炼你对华尔街的认识。首先，也是最明显的一点，很多事件的发生在不同国家都是同步的。如果一个国家进行了某项改革，无论这项改革影响了利率、股利收益率、股票价格、货币、商品、不动产等中的哪一项，它都必须要使自己保持与其他国家继续竞争的能力。

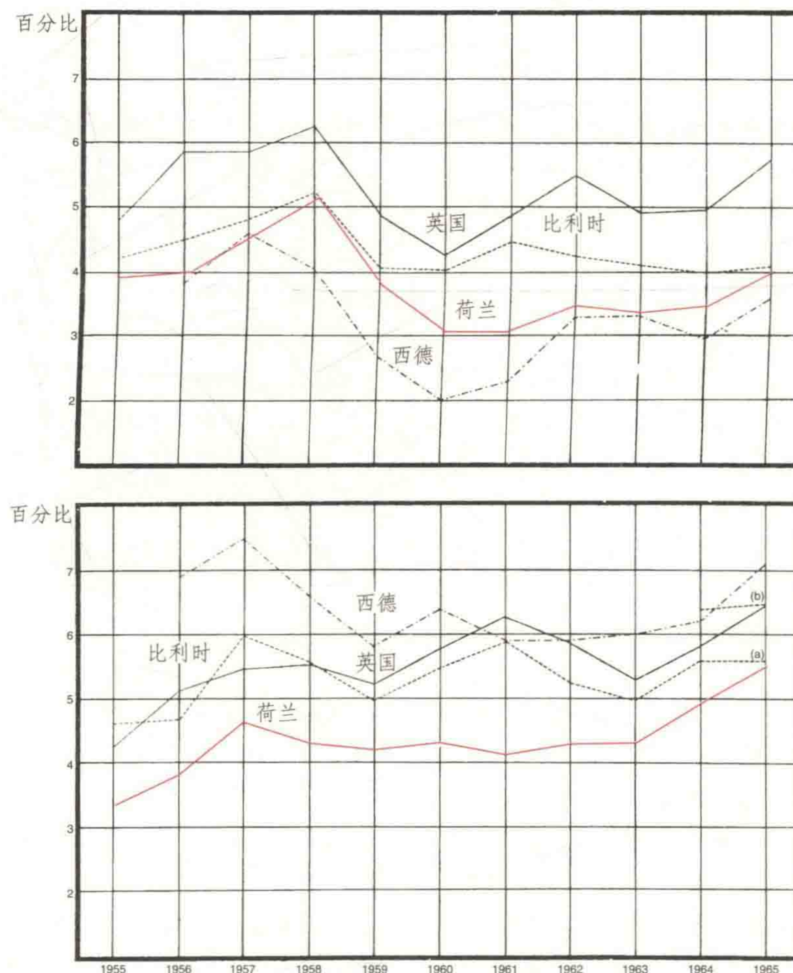
其次，图 42 还告诉我们，当各国的走势出现分歧时应该怎么办。请看 1957 年时的股利收益率。当其他三个国家的收益率仍然在继续上涨时，德国的收益率率先发出了下调讯号，显示了它的大国重要性。接下来，要么德国的收益率转头向上发展，要么其他三国的收益率很快向下进行调整。德国的收益率曲线偏离其他三国的收益率曲线发展方向的时间越长，其他三国的收益率调转方向向下进行调整的可能性也就越大。事实果然也是如此。同样的现象也出现在 1961 年。当时，比利时的收益率曲线是持续走低的，而其他三国的曲线都还在上行。那么，要么其他三国的收益率曲线很快也向下调整，要么比利时的收益率曲线反转向上调整。在这里，是比利时再一次发出了警示讯号。它通过打破趋势并坚守下去来提示我们，未来的方向可能在哪里。

当然，并不是所有的走势不一致都是有意义的。经常会有一个国家暂时脱离大家的一致步调，但很快就又会回来与其他国家一起继续保持同步。并且，有时候一个国家也可能会在一段比较长的时间里坚持自己的路线，尤其是当这个国家里的事务变得一团乱的时候。所以，请记住，出现分歧后的走势并不是百分之百确定的，但它肯定是一个有力的警示讯号。

你可以从伦敦的《金融时报》中得到欧洲的各项利率或收益率信息，从《华尔街时报》和《巴伦周刊》中也能得到一些类似的数据。请关注这些数据并予以谨慎对待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 42 四个国家的债券利率与普通股收益率走势：1955 ～ 1965 年



资料来源：*Capital Markets in Europe*. Economic Research Group, Midland Bank, London.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

43 蛇形曲线

“蛇形曲线”在这里指的是股票和债券在未来若干年中的此消彼长关系。图 43 中列出了高等级公司债券的平均利率与用标准普尔 400 样本公司代表的公司利润增长率之间的关系。企业通过实现利润增长而获得资金的能力与它的借款资金成本之间是密切相关的。在图 43 中，左纵轴上标出的是利率水平，右纵轴上标出的是企业的利润增长率。从图中我们可以看到，利率与利润增长率之间的关联程度是非常密切的，当企业的利润快速增长时，市场利率也处在高位，这种情况通常发生在经济快速扩张的后期。随着利率开始下调，企业的利润增长率也开始萎缩。

这意味着，如果这种历史关系能持续发展下去，并且利率继续下行，那么企业的利润增长率也会继续下滑。如果利润的增长变缓了，那么，股票市场就会有问题产生。为什么会这样说呢？在我写作这本书的时候，道琼斯工业平均指数正处于大约 2100 点的位置，样本公司的每股收益之和大约为 115 美元，这意味着市场的平均市盈率水平大约为 18 倍。根据图 1 的结论，从历史数据分布来看，18 倍的市盈率已属于高位。

这样高的市盈率合不合理呢？再简化一点，假定市盈率刚好为 20 倍。将 20 倍市盈率转换为“盈利 / 价格”，可以知道结果为 1/20，或者 5%。请你这样考虑一下，将我们直接拥有一家企业——或者说，持有这家企业的股票能够得到的收益率，与持有一只债券能够得到的利率（详见图 4）进行比较。如果目前投资股票的收益率低于持有债券的利率，那么，除非企业盈利能实现大幅增长，最终使未来若干年的股票投资平均收益率超过债券利率，否则我们为什么要去投资股票呢？毕竟债券还可以还本付息，而股票所赚得的利润大部分都用于对发行公司的再投资了；从基本面风险的角度来看，债券的风险也比股票小一些。

因此，当道琼斯指数的市盈率为 18 倍时，对应的盈利 / 价格为 1/18，或者 5.6%。从目前来看，债券的利率为 8.5%。所以，除非企业的利润在将来能够飞速上涨，否则需要利率下降 3 个百分点或者更多，投资股票才是划算的。如果债券的利息率只下降一点点，那么企业还是需要提高它的利润水平，才能说明 2100 点的道琼斯指数水平是合理的。

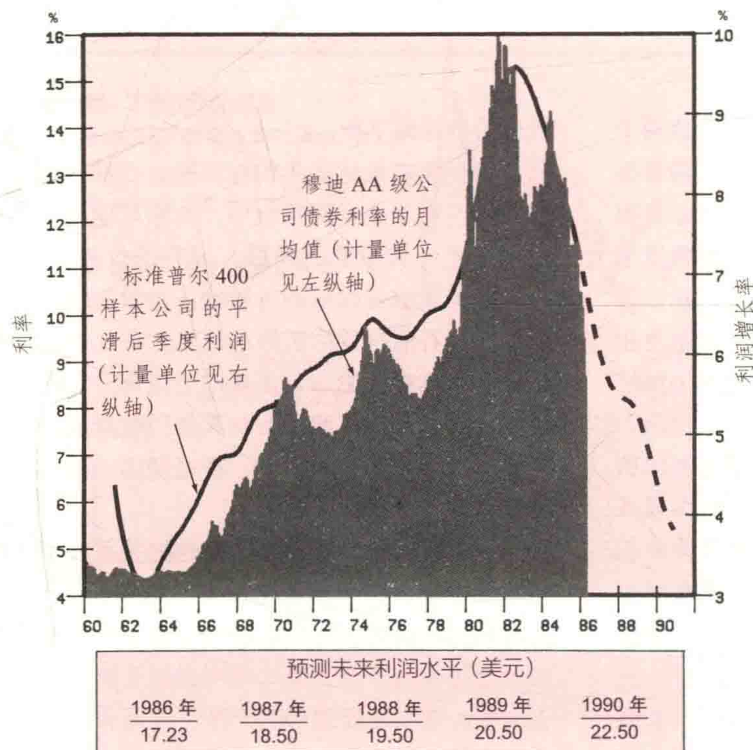
不过，这条蛇形曲线告诉我们，随着债券利率的下降，企业的未来利润增长率也会跟着下滑。根据这条曲线，8% 的债券利率对应的企业利润增长率大约为 5.5%，这意味着，道琼斯样本公司的每股收益之和在未来三年中将可能从 115 美元增长为 121 美元。这样，在 2100 的点位上，道琼斯指数的市盈率就会变为 17.3（=2100 / 121）倍，即盈利 / 价格仅为 5.8%（= 1 / 17.3），相比 8.5% 的债券利率来说，仍然低很多。

所以，根据这条蛇形曲线，债券利率必须一路下调到 6% 以下，人们选择股票作为投资对象才是明智的，这样的下调幅度可是比较惊人的。当债券的利率等于 5.5% 的时候，才能基本与股票市场的投资收益率具有同等的竞争力，此时，根据这条蛇形曲线，公司的年度利润增长率将达到 4%，这样，道琼斯指数样本公司的每股收益在 3 年后只需要增长到 129 美元——也就是说，6.1% 的股票投资收益率⊖就可以跟债券相抗衡了。这就是企业的利润、利率与未来的股票市场之间的相互关系：真如草丛里潜伏着的蛇一样蜿蜒曲折。

⊖ 即盈利 / 价格比，129 / 2100 = 6.1%。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 43　AA 级公司债券的利率与标准普尔 400 样本公司的利润增长率比较：1960 ～ 1986 年



预测未来利润水平（美元）				
1986 年	1987 年	1988 年	1989 年	1990 年
17.23	18.50	19.50	20.50	22.50

资料来源：The above chart is reprinted from "Investment Strategy Quarterly" by permission of Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated. Copyright © 1986 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated.

再版补充

2007 年，我们正在经历一些历史上比较独有的东西——全球都是如此，股票的投资收益率（即盈利 / 价格，等于市盈率的倒数）自 2002 年以来就一直都高于债券的利率。很长一段时间以来，公司首席执行官们就一直在学习如何夸大企业的利润，通过低成本地借入资金、回购自己的股份或者收购竞争对手来增强公司股票的吸引力（请参考我对图 4 和图 30 所做的再版补充）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

44 为什么利率会与油价扯到一起

石油价格还会继续下跌吗？利率也会继续下行吗？要想知道这两个问题的答案，请留心观察利率与油价之间的关系，直到现在，这两者都是交织在一起向上发展的。图 44 在结构上与图 43 中的蛇形曲线非常类似，它按时间顺序列出了自石油输出国组织（OPEC）诱发石油危机以来油价与利率之间的惊人关系。如其他图（请参考图 40 和图 45）所示，每当一些重要的利率（比如这里所使用的 20 年期国库券的利率）发生变化的时候，其他债券的利率也会有类似的影响。在图 44 中，左纵轴上标注的是利率，右纵轴上标注的是石油价格。

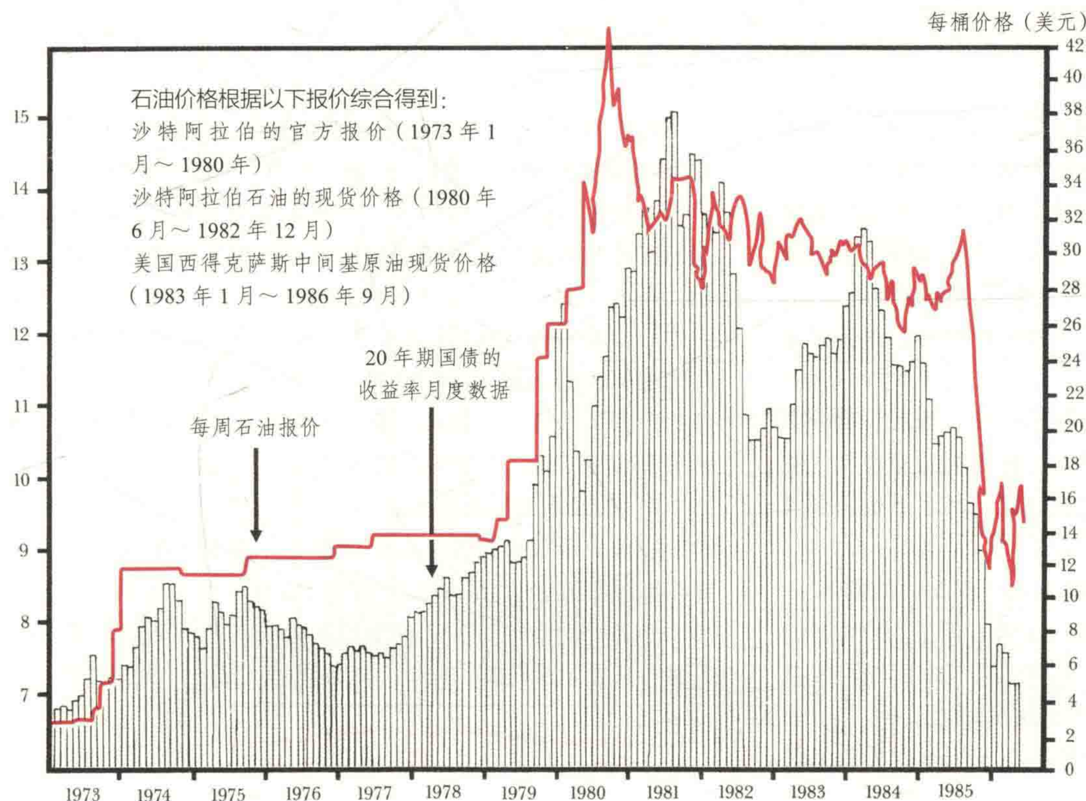
从图中可以看到，在 1973 ～ 1986 年，主要的石油价格变化与国债收益率的波动在 12 个月内总是方向一致的，唯一的分歧只短暂出现在 1983 ～ 1984 年。在 1975 ～ 1978 年，石油价格和国债利率都保持着相对稳定；然后，两者都开始启动进入上升通道，不过利率的变化要领先一些。石油价格在 1980 年率先达到了顶点，紧接着，国债利率的顶点也被定格在 1981 年。再往后，两者就都基本开始进入下行通道了，只不过利率的走势在 1983 ～ 1984 年还略有反弹。有意思的是，如果事先能对石油价格与利率之间的这种同向变动关系有所认识，那么，在 1983 ～ 1984 年，你就应当知道，将来要么石油价格也会止跌并跟着涨起来，要么利率走势将会调头并且跌得更低。事实是，前者没有出现，而后者发生了。在这之后，利率在 1984 ～ 1985 年直线下跌，这提醒我们，实际上在 1985 年后期的油价抬头之后，很可能在未来 12 个月内出现油价的深幅下挫。

为什么在长达多年的时间里，石油价格和利率的走势关系总是如此一致呢？在工业经济社会中，石油可能是一种最基本的商品。不过，货币也属于一种重要的商品，而它的价格正是用利率来计量的。推动社会经济扩张或者收缩的各种经济力量能使主要经济要素的总需求发生变化——而石油与货币正好都被包含在这些经济要素当中。石油与货币都是社会整体经济中非常重要的组成部分，因此，它们的价格不可能在长时间内发生偏离。此外，与其他所有商品一样，货币和石油的定价都严格受通货膨胀趋势的影响，在短期内，甚至通胀预期的变化，都会影响到它们的定价。

那么，油价与利率之间的这种关系在不久的将来会如何变化呢？石油价格在 1986 年中期已经开始上涨了，而利率还持续徘徊在低位。历史告诉我们，这两者走势之间的分歧是不可能长时间持续的，因此，要么油价会掉头向下跌，要么利率会转头向上涨。到底哪一种可能性的概率更大呢？观察在这之后若干个月或者若干年的走势，将能发现很好的线索。当某个经济要素的价格朝着任何方向做出了真正重大的突破时（就像 1982 年时的国债利率那样），那可能就是在提示我们油价与利率的长期走势了。当然，如果把方向判断错了，你可能会赔了夫人又折兵，但是情况很有可能不会那么糟糕（详见图 23）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 44　20 年期国库券收益率与原油价格变化：1973 ～ 1986 年



资料来源：The above chart is reprinted from "Investment Strategy Quarterly" by permission of Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated. Copyright © 1986 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated.

再版补充

现在，你已经不能用油价走势来推导利率的变化，或者用利率走势来推导油价的变化了。在过去，导致物价飞涨的一个主要原因，是全球中央银行的可怕错误操作，而石油价格受到了供应的制约。此外，相比过去，今天的美国经济在效率方面已经提升了很多，单位美元国内生产总值对能源的依赖已经下降。而且，现在我们也有了比过去更多更好的金融工具，可能帮助我们对冲风险，不再单纯依靠物资储备来应对通货膨胀。目前，我们可以精准地使用衍生金融工具和套期保值工具了，不再像过去那样，只能通过储备物资来应对通货膨胀的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

45 高利率曾像屡赶不走的噩梦

“哦，过去多么美好呀！”你一定常常听到这样的说法。也许，你认为美国的高利率只是越南战争之后的一种特殊现象而已。但是情况并不是这样的。虽然很多人都认为在第二次世界大战之前，利率从来没有超出过10%，但看看图45，它能让你快速地了解很多鲜为人知的美国金融事件。图45能让你明白，短期利率在19世纪中长期处于非常高的水平，以至于高利率都已经成了常态——也许现在你应该为利率的回落做好准备了。

图45列出了1841～1918年短期商业票据的利率变化情况。商业票据通常是由规模较大、资金充足的公司所发行的一种短期流通票据，它的利率对短期利率影响非常大，因此用它来代表短期利率水平也是非常恰当的。

请看图中A标注的地方，在几个较短的期间内，例如内战前和19世纪70年代当中，短期年利率曾经高达25%～35%。更有意思的是，在1845～1875年这段时间，几乎就没有哪一年的短期利率能够稳定在10%之下。请仔细看看图中B所对应的大括号期间内的情况。

为什么当时的利率水平会这么高呢？部分原因在于当时世界的风险极大——战争、经济的兴衰起伏、信息沟通不畅、瘟疫式的致命疾病以及不到位的监管和保障机制。高风险自然会促使债权人希望得到更多补偿。不过，更主要的原因可能还在于当时社会对资金的极度需求缺口。当时，美国还只是一个正在经历工业革命的二流国家，为了吸引欧洲的资本流入美国，以支持工业化建设，国家需要它的利率水平相对别国的更高一些。

根据图45可以得出三点结论。首先，高利率并不是什么新鲜事物，在美国的发展史上，高利率时代曾经一再重现（图46中还有另外的例子）。其次，1979～1983年的利率水平看起来已经严重偏高，只是因为我们的比较标准为近期较短时间内的历史标准而已。第三，根据历史经验，高利率时代曾经来来去去很多次，所以在将来也还可能继续重现。图中C点正好是1986年4月1日30天期商业票据的利率水平，所以现在的利率正处于比较低的时候，高利率时代很可能还会重现，就像“美好的过去”一样。当你听到人们开始怀念过去的美好时，请记住，当时的汉堡确实便宜，不过那时的钱也是非常贵的。

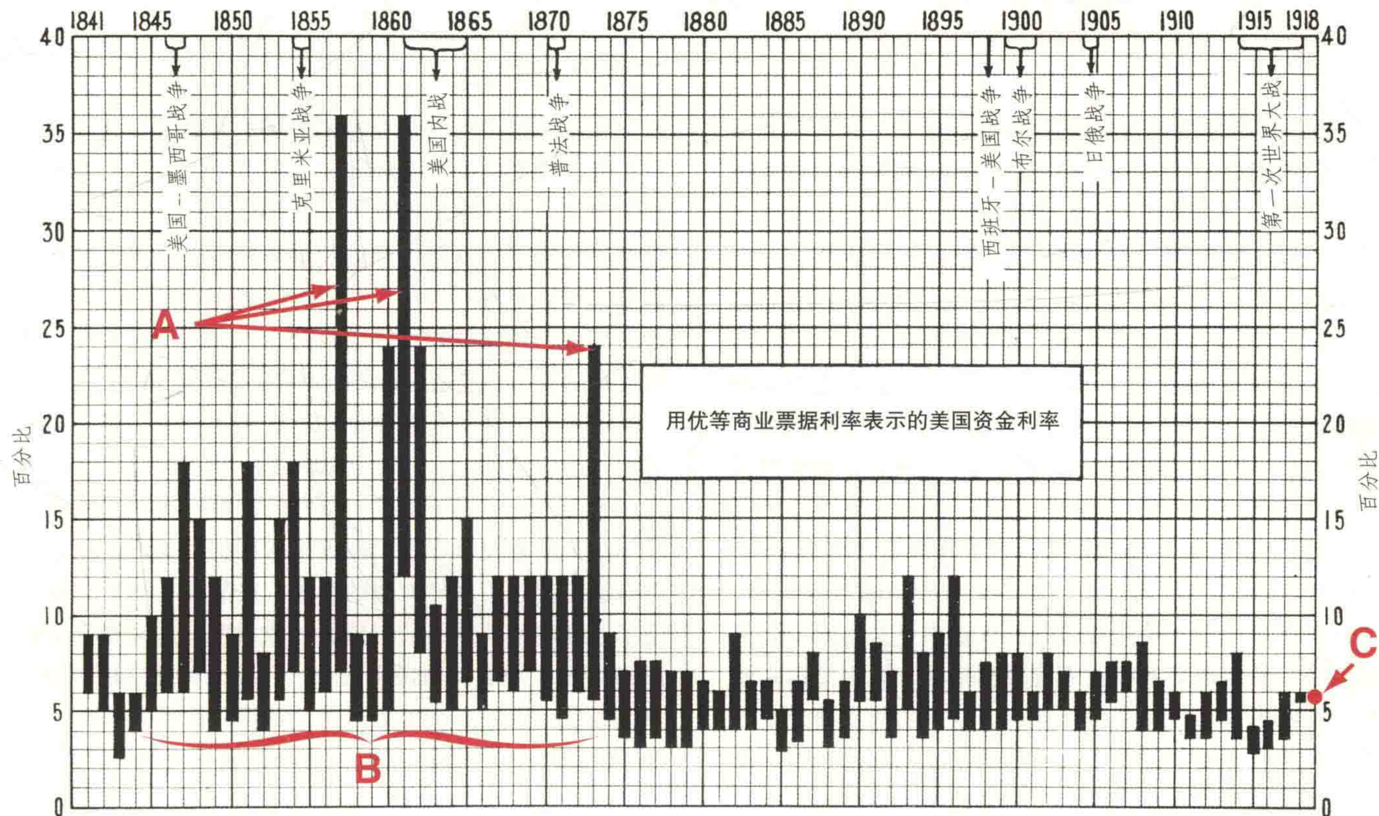
图45被认为是第一幅真正记录了1870年之前资金成本的图示，它的绘制来源于权威报纸中记录的3～6个月商业票据信息。图的作者还曾经想绘制出1837年大恐慌之前的情形，因为那是一次在程度上可以与20世纪30年代和70年代的危机相媲美的经济崩溃，结果由于没能找到足够的信息记录而宣告失败。这幅图确实是一幅经典之作。

再版补充

由于全球货币政策的失误，20世纪70年代和80年代的利率水平确实处于非常高的位置。不过，现在随着技术的进一步发展、中央银行管理层积累了更多的经验以及数据的丰富和完善，在未来出现这种情况的概率应该低了很多，所以平均来说，利率将变得更加友好。未来肯定还是会存在很多波动和失误，但是相比过去来说，其程度肯定要小很多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 45 用优等商业票据利率代表的美国资金利率变化：1841 ～ 1918 年



注：资金利率——本图被认为是第一幅关于 1870 年之前资金利率走势的真正记录。图中的利率是根据当时报纸中的每日报告统计得到的，为此耗费了大量的人工成本。选取 3 ～ 6 个月的优等商业票据融资成本能较好地代表当时的融资利率，这不是通知存款利率或时间成本能够代替的，而且，这样还可以利用到更早期的一些数据。我们曾经努力希望能绘制出 1837 经济恐慌之前的情形，但确实难以找到 1841 年之前的足够信息记录了。在 30 年代后期，曾经有一段时间用再高的利率都无法取得融资。这种明显的资本缺乏和 1873 年之前的高利率，是我们的金融历史上的一段有趣插曲。

资料来源：Burton, “A Century of Prices,” *Magazine of Wall Street*, New York, NY, 1919.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

46 来自英国统一公债125年走势的启示

康德拉季耶夫长波理论的拥护者们一定会喜爱这幅图，因为它非常有助于对他们的理论进行解释。我喜欢这幅图的原因，则是因为我认为它与本书中的其他很多图一样，都说明了在不同的西方主要经济实体之间，金融领域的事件是互相影响的。图46列出了1855～1980年，美国铁路公司的债券收益率与英国公债的收益率走势情况。从1860年开始，直到1929年大萧条为止，铁路公司都是美国的重要蓝筹企业，它们在19世纪中期诱惑着所有的美国人，就像汽车业在20世纪前半段在美国金融市场中所享受过的风光那样——两者都属于能够影响基础设施建设的重要新技术发展（详见图34）。相反，英国统一公债则属于大英帝国的长期负债——随着英国的称霸全球，它是整个17世纪和18世纪全球热捧的保守投资选择（详见图35）。这种统一公债在第二次世界大战之前的地位，就像是今天的美国国债一样，不仅流动性极强，而且投资有安全保障。

请注意在整个这125年当中，这两种债券的收益率是如何同步起伏波动的。刚开始的时候，铁路债券的收益率要高出很多，但它们本来就应该更高一些才是合理的。因为铁路公司债券的安全性只与发债企业的自身运行情况相关，与拥有全面征税能力、全球最强大的国家作担保的英国统一公债相比，风险自然要大出很多。更糟糕的是，铁路债券所对应的企业经营并不单纯是美国国内的人口运输，还包括边境运输——比如印第安人战争的前线、森林野牛的运输和在贫瘠荒野之地的运输。因此，投资者们对铁路公司的债券所要求的风险溢酬显然要比他们对乔治三世国王时期的英国国债高得多。

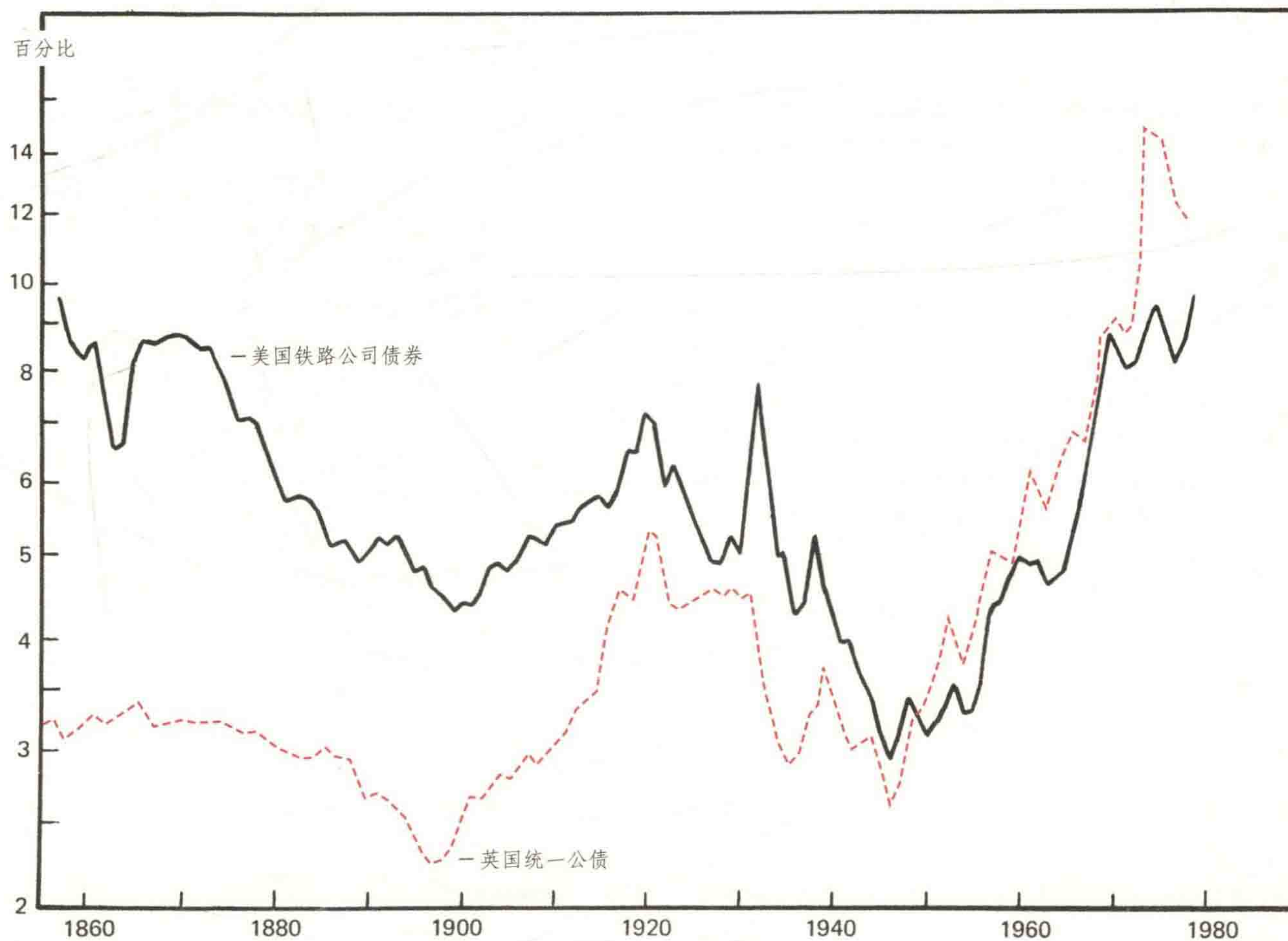
在1900年之前，这两个国家的这两种债券的收益率都一直在稳步下跌，然后又齐齐进入到上升通道，一直涨到1920年前后——几乎完全同步。在康德拉季耶夫长波理论的拥护者看来，这种利率的波动就是他们最长经济周期的主要下降波和上升波的信号灯。1920年以后，两个利率都下降了，并且逐渐导致了1929年的全球经济崩溃（详见图29）。在这场经济危机中，铁路债券的收益率曾经一路飙升，而英国公债的收益率却没有跟着上涨。为什么两者的走势出现了分歧呢？原因在于，在经济萧条期中，铁路债券可能会真的出现无力清偿负债的风险，而对于有税收支持的英国公债来说，却是不存在清算风险的。

请注意这两个收益率是如何一起手牵手一路下行到20世纪40年代后期，然后又一起上行到1980年的。有意思的是，在第二次世界大战期间，这两个利率都下滑了，与它们在第一次世界大战期间的走势恰好相反。对于康德拉季耶夫长波理论的拥护者来说，这正好说明经济周期的力量甚至超过了世界大战的影响。在战争后的上升期里，英国公债的收益率甚至超过了铁路公司债券的收益率，这又是为什么呢？实际上，从1900开始，随着英国慢慢失去了它在全球的卓越影响力，统一公债的竞争优势也一点一点丧失殆尽了。在第二次世界大战之后，铁路公司的违约风险相对于英国的社会化进程和通胀风险来说，低出了很多。

那么，图46带给我们的启示是什么呢？美国的利率，就像这个国家的经济与股票市场一样，都只是全球经济共同体的一个组成部分，很少能够在长时间内与世界其他经济体系的运行不保持同步。因此，请不要动不动就因为国家的经济问题去指责我们的政治家，他们的唯一错误可能就是恰好在这种与别国发展不同步的特殊时期当政而已。通过观察海外的现象，我们能更好地认识美国当前正在发生的一切，并仔细思考自己的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 46　英国统一公债的收益率与美国铁路公司债券的收益率比较：1860 ～ 1980 年



资料来源：Copyright © 1980 by the Foundation for the Study of Cycles, 124 South Highland Avenue, Pittsburgh, PA 15206.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

47 英国的沉着坚定，底蕴何在

每当有人说利率不够稳定，总是波动不断，或者难以保持稳定的时候，我都建议他们去想一想英国的经验。这些经验可能还会激励你成为金本位制度的支持者。图 47 列出了英国的利率在 240 年间的走势情况，只需要简单地看一眼，你便能明白为什么有人会主张金本位制度了。在超过 200 多年的时间里，英国通过严格地奉行金本位制度，一直保持着长期利率的稳定。从图中可以看出，这个国家的长期利率从来没有超出过 6%，也几乎没有跌至 3% 以下，在大多数年份中，长期利率都只是轻微地上下波动。当其他国家都不时地受通货膨胀困扰时，英国却鲜有此烦恼。而且，无论是在大灾荒期间、瘟疫流行期间、各种重大的战争（包括拿破仑战争、第一次世界大战和第二次世界大战等）期间、大变革时代还是工业革命时期，英国的长期利率都一直保持着稳定的走势。

请将图 47 与 19 世纪中反复无常的美国利率走势（详见图 45）进行比较。现在，你应该能理解为什么黄金迷们希望用以黄金为基础的体系来取代当前的美国货币体系了吧，因为他们想要的效果，就是像英国这样的。在英国，当时的黄金地位一直坚如磐石。

从图 47 中我们可以很清楚地看到，没有利率的野蛮波动，经济照样也是可以运行下去的。那么，我们需要的是什么呢？最重要的应当是对货币价值的无比信任。在第二次世界大战之前，英国在长达 200 多年的时间里，其地位和作用就像是今天的美国这样。作为世界经济的中心，其他国家都把自己的经济命运盯准在英国身上。在其他国家之间的贸易往来中，都指明要用英镑来进行结算，因为大家都相信英镑不会随便贬值。正是因为大家都无比坚信英国货币的稳定，这一套体系才完整地存活了这么长的一段时期。能够存活下来的重要原因，就在于英国为了保障货币的币值，一直坚持着纸币的发行与黄金储备之间进行挂钩，不会滥发纸币。

自从 20 世纪 30 年代以来，美国有效地执行了一套纸币本位制的货币体系，这套体系采用多年以来，已证明由中央银行控制的纸币本位制难以抵抗通货膨胀或者利率的剧烈波动。同样地，还请大家注意，在布雷登森林体系达成大约 10 年之后，英国的利率稳定状态便消失了——因为他们将自己的经济马车与美元拴在一起了。

从立宪的角度去对政府花销的增长进行行政限制是难以避免的（详见图 80）。与之同时，如果再配合一套类似黄金本位制的货币体系（注意我的用词是“类似黄金的”（goldlike），时至今日，单纯的黄金本位制已经无法担当此重任了——详情请参考图 69），那么，我们在这些年中所经历过的混乱就将很快成为古老的历史故事了。因此，如果你跟其他很多人一样，都感觉近年来利率的剧烈波动是难以避免的，请记住，这种大起大伏的波动并不是由某个严重的经济问题所带来的，引起这种波动的原因，是应当如何控制政府的问题，而这明显已经是一个政治问题了。

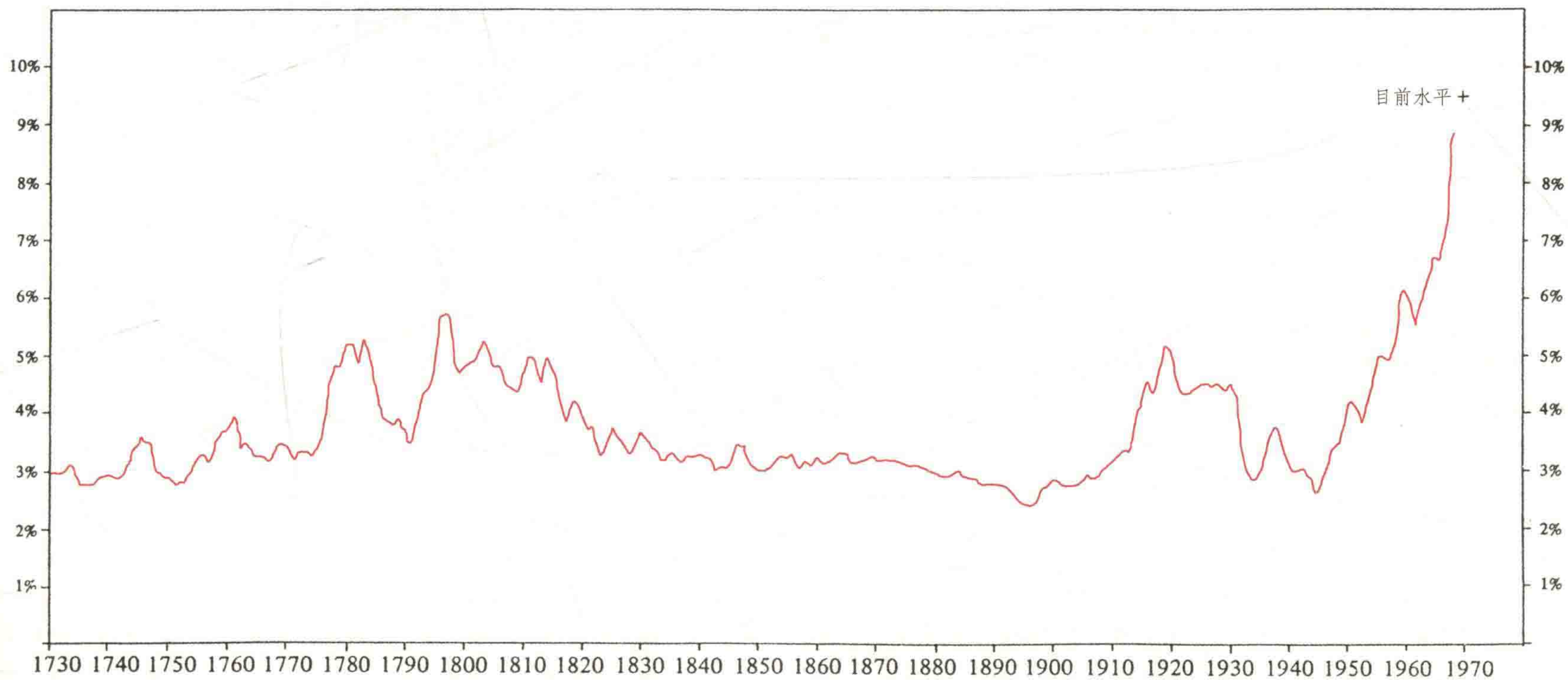
请大家最好记得，在过去的几百年中，英国都沉着坚定地克服了他们的经济困难——他们所经历的那些艰难险阻，要比美国在最近几十年中所面对的问题困难得多。但他们通过严格地恪守规则走了出来——不是政治家的规则，而是严格地奉行金本位制的货币政策。

再版补充

在经历了 20 世纪 70 年代和 80 年代的飙升之后，各个发达国家的长期利率在 2007 年达到了历史性的低位。这是怎么回事呢？请看我在图 45“再版补充”中的说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 47 英国的长期利率走势：1731 ～ 1970 年



资料来源：Fifth International Investment Symposium, *Investment in the Seventies,* Bellagio, Lake Como, Italy. Published by P.N. Kemp-Gee & Co., The Stock Exchange, 1970. Courtesy of Scrimgeour Vickers & Co., London.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

48 当高意味着低，或者低却表示高

在 20 世纪 80 年代早期，银根紧缩而利率处于历史高位——这种说法正确吗？请回想一下那段时期：基准利率高达两位数，商业活动萧条，而失业率不断攀升。很多人都认为，高利率慢慢扼杀了当时的经济活力。

但是，如果我们能调整一下通货膨胀的影响，就会发现其实当时的利率并非处在历史高位上。图 48 绘制出了 190 年来的利率走势，只是这里的利率都已经调整了各个时期的通货膨胀或者紧缩的影响。我们将调整了通货膨胀影响的利率称为真实（*real*）利率，而将未能调整通货膨胀影响的利率称为名义（*norminal*）利率。受调整过程的影响，利率值有可能为正数，也有可能为负数。

为什么真实利率有可能是负的呢？假定 30 年期国库券的平均长期收益率为 5%，如果同期平均通货膨胀率为 8%，那么，真实利率就只有 −3% 了。经过了调整通货膨胀影响后情况，与我们单纯根据名义利率所判断的情况，有可能存在天壤之别。从历史数据分布来看，20 世纪 80 年代初期的真实利率（如图中的 A 点所示）水平与历史平均值其实相差无几。

在 1950 ～ 1970 年，真实利率的波动幅度其实并不大。但是如果从长期的角度来看，这段时期内的平稳走势则是非常短暂和特殊的。在进入 20 世纪 50 年代之前，真实利率一直都在上上下下地剧烈波动——常常会朝着一个方向连续发展 5 年、10 年甚至 20 年（请注意图中 B 点附近的走势）。

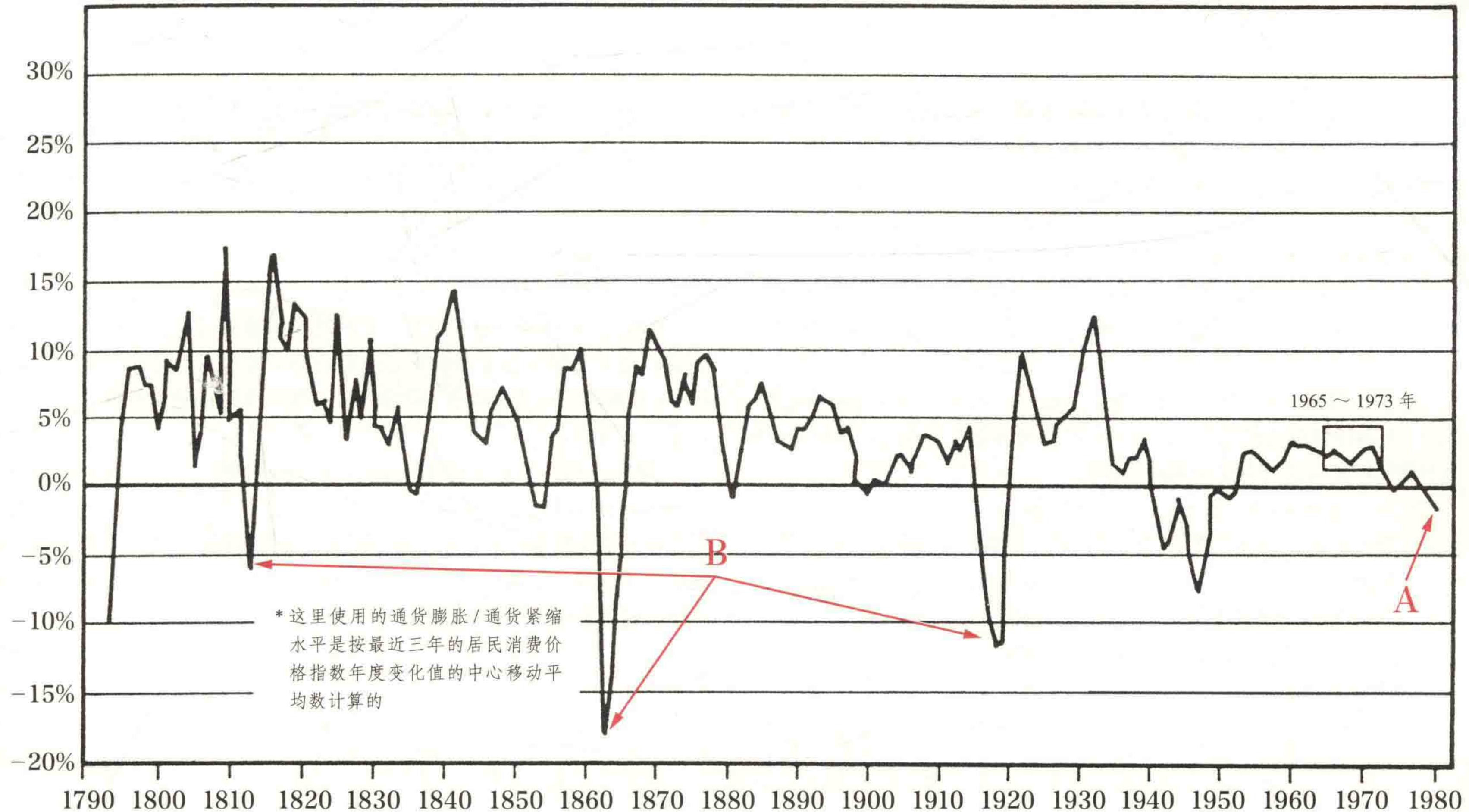
20 世纪 70 年代中期的真实利率水平也告诉我们，80 年代早期并没有出现货币紧缩。在 70 年代中期，真实利率实际上已变成负数了。这就是说，当时的通货膨胀水平已经高于利率报价水平了。如果你在那时借钱，按名义利率支付利息的话，则相当于债权人还要给你补偿，这种情况是比较罕见的。图 48 告诉我们，长期真实利率为负数的情况在过去只出现过几次，并且都是出现在由战争所导致的高通胀时期——1812 年、美国内战时期（19 世纪 60 年代初期）、第一次和第二次世界大战期间及战后阶段。

具有讽刺意味的是，近期的名义利率从 20 世纪 80 年代早期的高水平位置戏剧般地下滑，目前只在 7% 上下。通货膨胀率比它下滑得还要快一点，因此，在调整了通货膨胀的影响之后，真实利率实际上却上升了。目前的通货膨胀率大约在 2% ～ 4%，所以，长期真实利率现在已经上升到了 3% ～ 5% 了。

所以，当某些人因为利率的下降而开心不已的时候，重视真实利率的人却开始担心了。如果最近的反通货膨胀最后变成了通货紧缩，那么，就像有些人所害怕的和这里的一些图所揭示的那样，真实利率就可能会像 20 世纪 30 年代那样迅猛上涨。这样的情形对于投资者来说再糟糕不过了。从这个角度来看，通货膨胀也许确实不好，可是全面鼓吹通货紧缩才是更可怕的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 48 历史上的真实利率记录：1790 ～ 1980 年



资料来源：Steven C. Leuthold, *The Myths of Inflation and Investing*, The Leuthold Group, Crain Communications, Inc., © 1980, data from U.S. Department of Labor, U.S. Department of Commerce.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

49 美国与英国的批发价格对比

通货膨胀并不只是在美国历史上不断重现，其他国家也无一幸免。图 49 向我们展示了 1793 ～ 1932 年美国和英国的批发价格变化，包括多次影响所有资本主义经济实体总体物价水平的大面积、显著波动的情况。当时，英国是全球物价水平最稳定的一个国家，但是，它和美国在通货膨胀方面所表现出来的共性却是非常让人吃惊并值得记忆的。

图 49 上图所列出的是美国在 140 年间的批发价格变化，与图 51 的表达形式很类似。从图中可清楚地看到，几乎每隔 50 年就会有一次影响广泛的通货膨胀 – 通货紧缩周期卷土重来。这种周期性的模式在美国历史上已经成为惯例。在 1812 年战争前后、美国内战期间和第一次世界大战期间（更多详情请参见图 55），美国的物价都出现了飞涨。这种现象也有助于我们解释越南战争之后的通货膨胀。

实际上，这种价格的波动在同期的大多数西方国家中都存在。经济学家尼古拉・康德拉季耶夫在 20 世纪 20 年代早期就注意到了这种趋势，他预言，资本主义会通过长期的自我更新循环去解决自己的运行无效问题（详见图 84 中对康德拉季耶夫长波理论的介绍）。

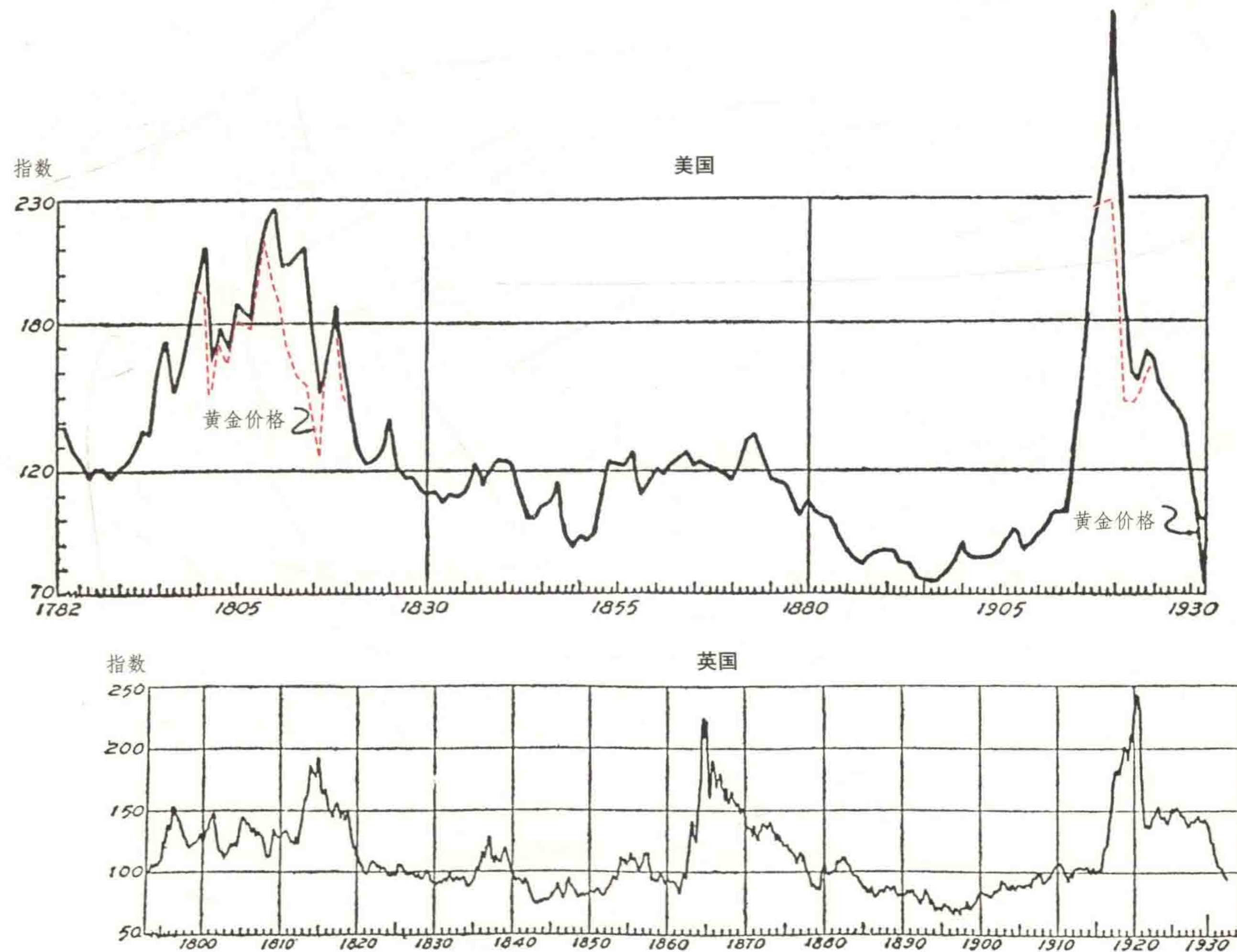
为了证明这种物价波动是存在共性的，请将美国的物价水平曲线与下图中的英国物价水平曲线进行比较。当美国物价上涨时，英国的物价基本上也在涨。很有趣的是，在美国内战期间，英国也在经历通货膨胀，只不过程度低一些罢了。虽然英国比美国在 19 世纪中叶的日子要过得更舒心一些，但是，这两幅图的比较说明，在现代通信技术诞生的至少前 100 年时间里，一国所发生的事件对另一国物价水平的影响方向在同期当中，几乎都是一样的！

即使是在 1850 ～ 1870 年，英国的温和通胀时期，这种共性都十分明显。请看，两国的通货膨胀都明显启动于美国内战之前，正如我们在图 55 中所讨论的，这暗示了战争可能会导致全球的通货膨胀，而不是另外的影响方向。

图 49 出自乔治 F. 沃伦（George F. Warren）和弗兰克 A. 皮尔森（Frank A. Pearson）先生的著作《价格》（*Prices*）。这两位康奈尔大学的杰出教授一直致力于经商条件对农业、商品和批发价格的影响研究，他们的很多研究成果为全球的早期价格变化提供了翔实的证据。图 53 也出自这两位统计学家的研究成果，并且描述更为深入一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 49 英国与美国的批发价格比较：1782 ～ 1930 年



资料来源：George F. Warren and Frank A. Pearson, *Prices*, New York: John Wiley & Sons, 1933.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50 英格兰南部的物价变化

我们的世界是否可以在远离通货膨胀的情况下发展几百年呢？事实上，这样的情形在历史上确实曾经有过：自1290年以来，每年的长期通货膨胀率就不到1%。图50所列出的这些价格指数变化，是现存最古老的持续价格走势，也是我们所拥有的唯一真实的长期通货膨胀计量指标。在图50中，你能看到有很多小幅度的价格变化波浪，这也说明了为什么不能单纯依靠短期，甚至从中期的趋势得出结论。但是，这幅横跨660年的珍贵图示，对于我们判断未来的情况肯定是能提供有用帮助的。

从长期来看，通货膨胀的随机性就不如短期明显了。请注意图中的趋势线A和B。在1290～1500年这段长达210年的时期中，物价相对是比较稳定的，围绕着大约每年0.5%的增长率做上下波动（请参考图中的趋势线A）。接下来，在哥伦比亚发现美洲新大陆8年之后，物价的上升趋势线开始变得更加陡峭一些（请参考图中的趋势线B）。这主要因为当时以黄金作为货币，随着被探险者们带回欧洲的黄金增多，单位黄金价值的下降了。不过，对这些探险者和其他所有人来说，在接下来的450年（即1500～1950年）当中，年均通货膨胀率仍然也只有0.5%左右。

当然，在很多情况下，实际年通货膨胀率都大大超出了这个年度平均水平（比如，请注意在1800年左右，物价指数就上升得非常快，在25年的持续增长期里，年平均值达到了5%）。不过重要的是，尽管存在着这些短期的、急速的物价上涨，但一段时期以后，通货膨胀情况总是还会回到这个很低的平均水平上来。在趋势线B之上，我们可以看到很多个价格指数的峰值，但它们最后又都回到这条趋势线上来了。自1290年以来，一共已经完成了3个这样的周期性波浪，每一次都像皮球弹跳之后总是又回到地球上一样，还会下降回来。只不过由于受通货膨胀的影响，每次的反弹都跃出了新的高度。第四次反弹波浪已从1910年开始起步（如图中的箭头1至箭头4所示）。

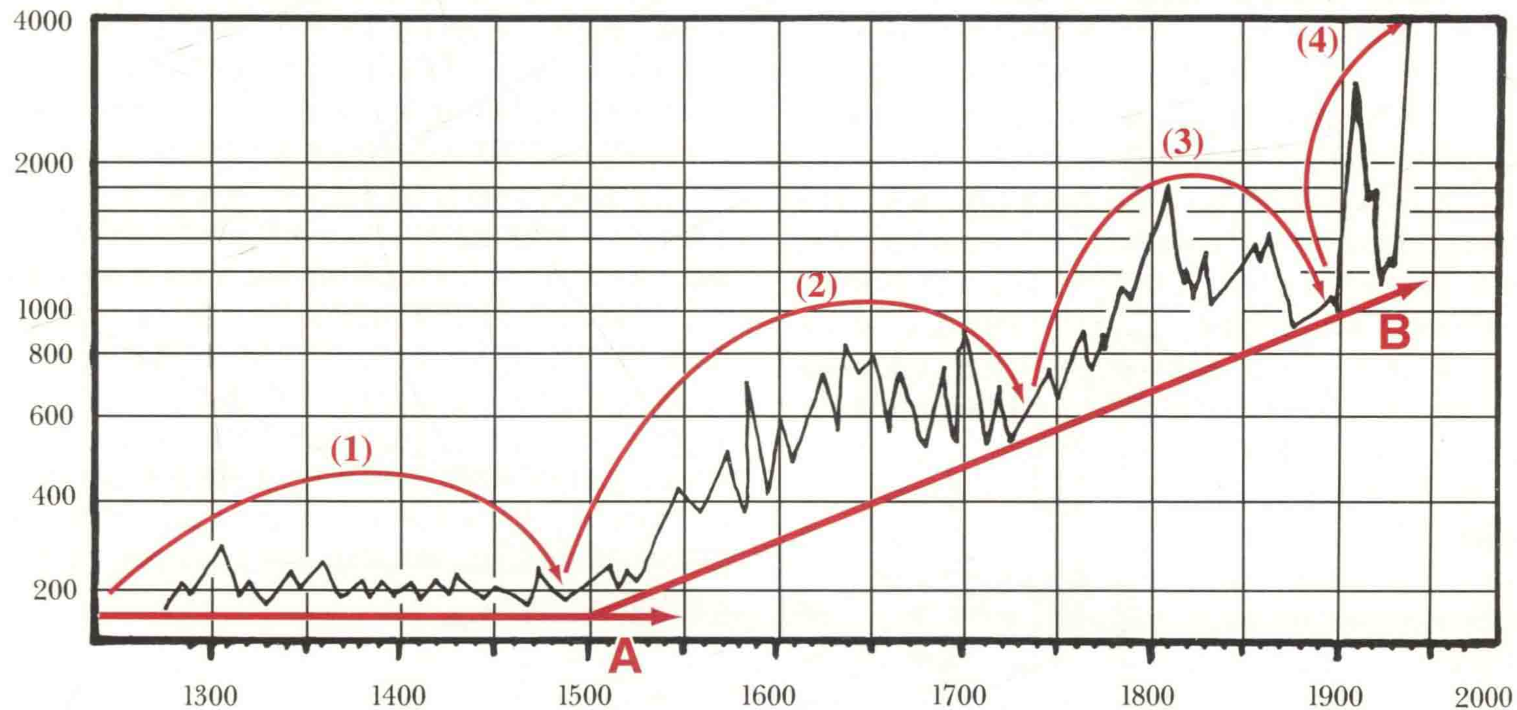
那么，图50能告诉我们哪些道理呢？

- 通货膨胀率在短期内的一个个急速变化是会互相抵消掉它们彼此的影响的。每一次惊人的上升，即使是能持续几十年的上升，之后都会有幅度不小的下降在等着。因此，虽然你的人生经验会让你觉得现在的通货膨胀太厉害了，而且似乎会永久持续下去，但它其实是不会这样的。
- 你的子孙们也许会比你经历更高的通货膨胀率，但肯定不会像你现在所预期的那样的高。

图50出自《周期》杂志（它提供了很多独一无二的图），它很好地说明了我们早晚会经历一个比较长时期的低通货膨胀率时代——或者甚至经历通货紧缩期，但这一切都需要等到我们的通货膨胀率运行轨道回落到那条较低的趋势线上去以后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 50　英格兰南部的物价指数变化：1290 ～ 1950 年



资料来源：Copyright © 1979 by the Foundation for the Study of Cycles, 124 South Highland Avenue, Pittsburgh, PA 15206.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

51 批发物价水平变化

你认为持续的高通货膨胀在经济生活中是不可避免的吗？如果是的话，请再想一想，并同时好好研究一下这里所提供的 1749 ~ 1980 年的批发物价指数的变化。在这里，“批发”这个词专指商品以产成品的形式进入零售环节前的销售。批发物价指数一般是按商品（如白糖）和制造产品（如电线或鞋底）的成交价格来编制的。

图 51 可以从多个角度来看，每一个角度都非常不错。首先，如果你比较一下物价上涨的年数和物价下降的年数，就会惊奇地发现，它们是大致相等的。从 1779 年的这一轮上涨开始计算，在总共 201 年的时间里，有 103 年物价是上升的。这可能并不会让人感到吃惊，因为凡是涨上去的，早晚总是要跌回来的。但是，如果单看美国的五次通货膨胀巅峰时期，你立即就会被三个有意思的事实所触动：第一，通货膨胀的加速上升期大多发生在重大战争期间或者战争刚刚结束的时候；第二，它们出现的频率并不高；第三，大约每隔 50 年就会出现一次通货膨胀率的巅峰。

让我们用纵轴上刻度“80”所在的位置表示图中前 200 年的平均价格水平，接下来从另一个角度，也可以说明同样的事情。也就是说，价格处于低位的时间远比我们所想象的时间要长。

这意味着什么呢？从最近的情况来看，很多人都认为物价还会一直持续攀升。但根据历史数据绘制的走势图告诉我们，通货膨胀率从来都不是只朝着一个方向发展的。虽然在最近几年里，通货膨胀率一直还没有显露出要掉头向下的意思，但历史数据说明，价格已经基本涨到位了。一些事件的发生促进了最近的通货膨胀，比如越南战争、朝鲜战争和阿拉伯地区的石油禁运问题，但这些事件的影响都已经过去了。除非爆发新的战争或者发生其他重大灾难事件，否则，按照历史数据所描述的轨迹，我们就应当进入到一段历时比较长的价格温和时期，或者甚至还可能出现通货紧缩，而后者是很可怕的。

当然，有人说会，最近的通货膨胀与我们过去曾经经历过的多次通货膨胀有所不同，因为这一次连续 50 年的价格上升是由财政赤字、货币超发、联邦债务呈螺旋式上升和普遍的社会腐败所造成的。这些人的说法也许是正确的——但也可能是错误的。因为他们所说的那些问题都属于内部病症，是我们能控制住的。不被社会舆论牵着鼻子走总是明智的。目前，金融圈内外的大多数人都在预期通货膨胀再也不会离开我们了。因此，请最好记住我们所经历过的这个通货膨胀时代，它的特殊性在于通货膨胀的程度是过去的两倍，但所经历的时间其实并不会特别长。

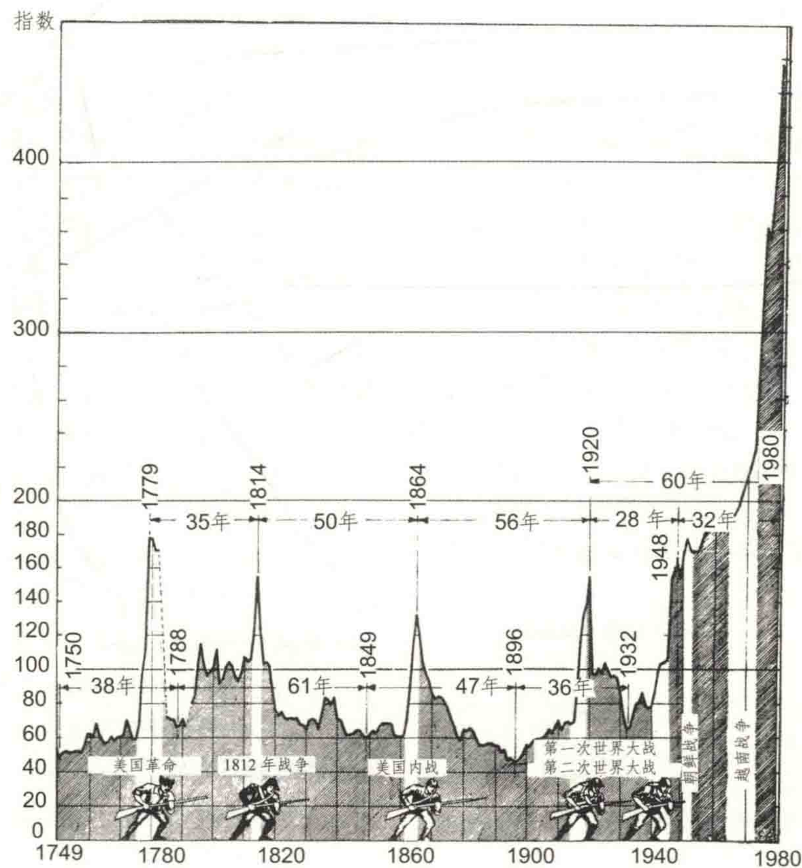
图 51 是由《周期》杂志绘制的，大多数信息都来源于美国劳工部的统计数据。这是美国政府所保存的最古老数据系列之一，最初是由 1893 年的参议院调查委员会促成的。当时，由于缺乏美国内战后严重通货紧缩的数据证明，促使美国国会去搜集旧杂志和商人与制造商的账簿中 250 种项目的价格记录，然后对每一种商品价格都赋予相等的权重，从而构造出了这个指数。

再版补充

20 世纪 70 年代过去之后，社会通货膨胀情况果然就变得温和了许多！除了中央银行系统得到了改善之外，经济的进一步全球化发展也为击退通货膨胀立下了大功。随着服务业对全球国内生产总值的贡献越来越大，商品与批发价格指数已经很难作为通货膨胀水平的代表了。如今，还有很多人在想着把单位美元的批发价格转换为单位美元的消费者价格，但是，这样的做法在十几年前就已经不适用了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 51　全部商品的批发价格指数（年度平均值）：1749 ～ 1980 年



注：1950 ～ 1980 年的数据由 David Williams 提供。

资料来源：Copyright © 1981 by Foundation for the Study of Cycles, Inc., 124 Highland Ave., Pittsburgh, PA 15206 .

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

52 通货膨胀：美国的经验与教训

你一定听说过，在祖父母所生活的那个年代物价是多么便宜吧？但是，你真的了解美国历史上的通货膨胀情况吗？这幅干净而简单的图是很多人都没有见过或不了解的，它的最初版本只列出了 1790 ~ 1980 年共计 190 年的居民消费价格指数（CPI）变化情况，指数水平终止于 252 点。截至 1986 年年初，居民消费价格指数已经又涨了 30.5%，到达 329 点了，因此，图中最后 5 年的情况是我用铅笔画上去的虚线。

很有意思的是，低通货膨胀率在历史上已经创造出了绝对高额的收益。这是复利力量的另一种表达形式——就跟我们往养老金计划中存入少量的钱，多年以后就可以得到一大笔钱（详见图 39）是同一个道理。

在最近几年中，通货膨胀率最高的时候出现在 1980 年，为 13.5%。但是，如果我们能将观察期设置得更长久一点，结果就没有那么恐怖了。根据图 52 中的数据，我用财务计算器算了一下复利年化通货膨胀率，在不同的时期内分别为：

时期	指数变化	年通货膨胀率
1970 ~ 1985 年	100 点到 329 点	8.26%
1937 ~ 1985 年	41 点到 329 点	4.43%
1900 ~ 1985 年	26 点到 329 点	3.03%
1790 ~ 1985 年	34 点到 329 点	1.17%

因此，如果从 1970 年开始计算的话，居民消费价格指数每年的涨幅为 8.26%；如果与 1790 年时的物价水平比较，现在的物价已经是当时的 10 倍了。

不过，这种 10 倍的价格增长是在非常低的年增长率 1.17% 的条件下实现的。这与你记忆中自从祖父母时代开始就一直陡然飞涨的物价变化印象是否有所出入呢？产生这种出入的部分原因在于人们通常不习惯用复利（或者复合通货膨胀率）的思想来考虑问题；同时，在这种非常长的研究范围内，实际上有些产品价格上涨的速度会比其他产品价格上涨的速度更快一些，而居民消费价格指数代表的是平均水平，所以，当产品的质量发生了变化，有些产品停产了（比如无线电天线），或者当新产品诞生，找不到旧的比较对象（例如 1945 年后诞生的电视机）时，平均值就会被扭曲，从而产生误导。

同时还请大家注意，与批发价格指数一样（详见图 51），居民消费价格指数也显示，过去曾经出现过多次物价急速飞涨的时段，但每一次价格冲顶之后又都会回落。就在最近，我们仿佛又回到了低通货膨胀率时代，那么，在不久的将来，我们是不是也会像 19 世纪 20 年代、70 年代和 20 世纪 20 年代、30 年代那样，碰上物价的持续下跌呢？这种情况出现的可能性很小。温和的通货紧缩实际上比明显的通货膨胀更让人感觉痛苦，因为它会导致破产与经济的萧条。在货币发行方面，美国已经比过去积累了更多的经验了，政府一定会尽一切努力去避免通货紧缩可能带来的政治恶果。因此，在未来真正发生通货紧缩的可能性是不大的。

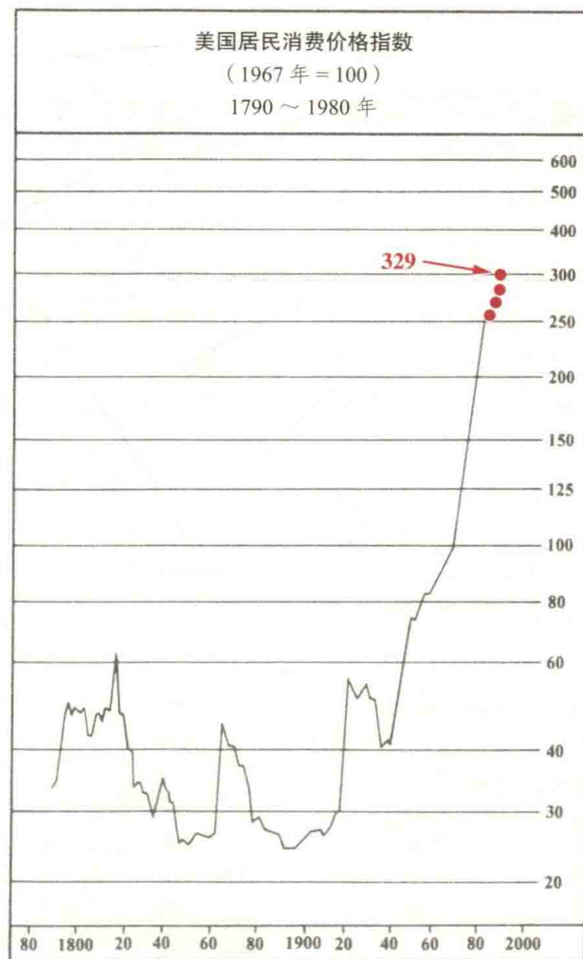
不过，即使是从 1984 年以来每年 3% 的平均通货膨胀率也已经很高了。在 3% 的通货膨胀率水平下，只需要 63 年的时间，我们的居民消费价格指数就可能冲上 2000 点——这意味着当今天的孩子们进入老年的时候，物价又要涨 10 倍！杰克逊总统对此会怎么想呢？

再版补充

这是历史上又一个有意思的问题。在过去的 20 年里，通货膨胀这个话题持续吸引着人们的关注，长期平均通货膨胀率一直盘旋在 3% 上下。目前，还没有任何信号显示这种趋势会发生改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 52　美国的居民消费价格指数变化：1790 ～ 1985 年



资料来源：Thomas Blamer and Richard Schulman, *Dow 3000* , 1982.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

53 黄金：物价波动的试金石

美国的商品价格与其他西方经济实体的商品价格关联程度是怎么样的呢？答案是，比绝大多数人所想象的关联性要强——而且强得多。并且，这种价格联动性一直以来都存在。图 53 说明了在第一次世界大战前后的高通货膨胀时期，美国所经历的物价变动情况与其贸易伙伴们的经历是何其相似的。

这里的关键词是“价格”。图 53 列出了 1913 ～ 1937 年，9 个国家 40 种基本商品的价格变化情况。只是，这里的价格是用黄金，而不是美元或者其他货币来表示的。这样做可以减少不同国家在短期内通货膨胀程度不一致的影响。请注意在这 24 年里，这些价格几乎是完全步调一致地在起落波动着，9 条曲线看起来就像是被合成了一条一样。虽然这场由战争所引起的通货膨胀不同程度地肆虐了西方各个国家，但根据调整了通货膨胀影响之后的真实商品价格波动情况来看，各国之间却几乎不存在什么差异。采用黄金作为价格计量工具，是能让图 53 中 9 个国家的价格曲线出现一致走势的关键。

最有趣的一点可能在于，在这 9 个国家中，没有一个逃脱了第一次世界大战后的物价飞涨命运。为什么这些国家的商品价格走势在这么多年以前会保持如此一致呢？这就像各国的股票价格走势和利率走势一样，即使是在很早期的时候，也表现出了一致波动的迹象。而今，现代化的潮流让很多人相信他们可以通过海外投资来分散风险，但实际上这种观点真的不太现实，全球的价格涨跌都是联动的。康德拉季耶夫长波理论的拥护者们相信，每隔 54 年就会有一个周期循环，他们认为，从越南战争之后的第 55 年开始，又一场全球性质的通货膨胀高峰期在等待着我们。

图 53 带给我们的启示与本书中的其他几幅图一样，那就是，在大多数国家中，价格或多或少都是具有联动效应的。在这种价格一致性变化的趋势下，投资者们如果能及时观察到海外的价格波动情况，发现在美国还没有开始启动的价格趋势，必将受益匪浅。如果这一点成立的话，那么，也可以通过观察美国的价格走势变化，去预测其他国家的走势。当某种能够影响全球的基本力量出现时，很难有某个国家是可以逃脱这种影响的。

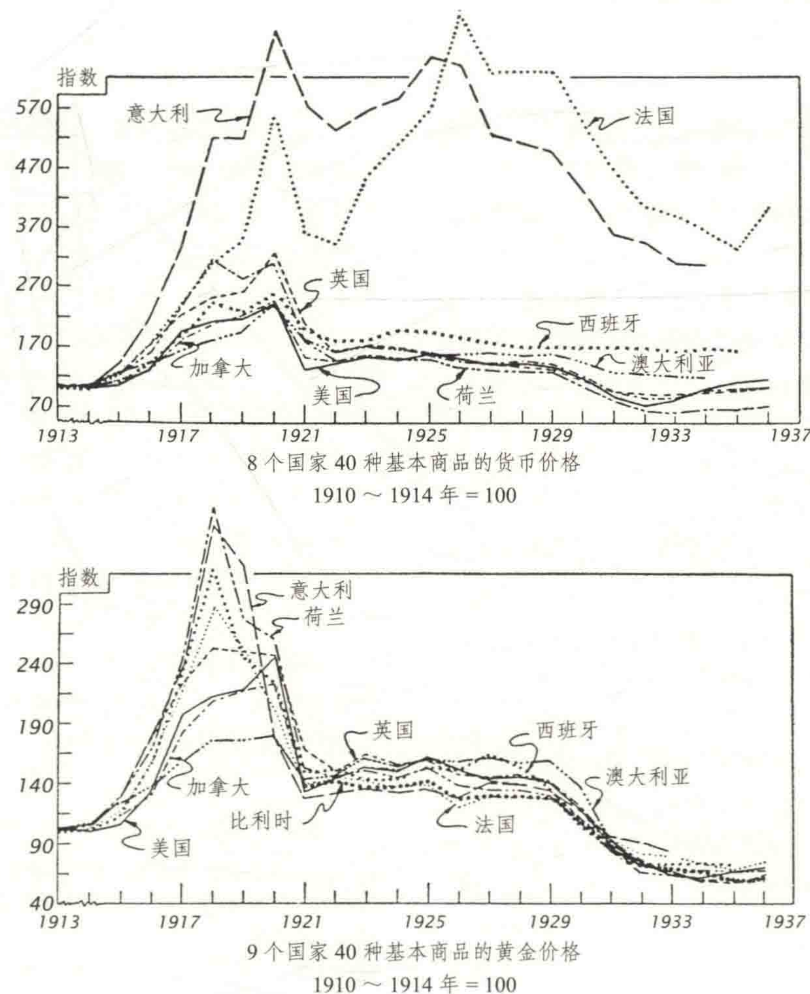
图 53 由乔治 F. 沃伦博士和弗兰克 A. 皮尔森博士绘制而成，他们两位都来自康奈尔大学，是那个时代杰出的农业经济学家和统计学家。如今的批发价格指数系列数据，仍依赖于由他们两个人所提供的很多早期数据。正是由于他们和其他一些人所做的传奇般的工作，才让我们能够了解战争前的经济状况是什么样的。

再版补充

我现在已经不怎么研究黄金了，因为现在金价的变化对于股价的发展方向和通货膨胀情况的影响确实已经不大了。目前，已经很难找到股票价格与黄金价格之间的关联关系（如果你是主张金本位的，可以去读一读《投资最重要的三个问题》一书的第 6 章）。但是，无论是过去还是现在，全球的可比资产价格关联程度确实要比人们所单纯想象的高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 53　不同国家 40 种基本商品的价格（分别用货币和黄金表示）变化：1913 ~ 1936 年



资料来源：Warren, George F., and Pearson, Frank A., *World Prices and The Building Industry*, London: John Wiley & Sons, 1937.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

54 三个不同国家的价格走势

这幅古老而权威的图（图 54）从另一个角度向我们表明，各大经济主体之间的关联是非常密切的，而且这种密切互动的关系由来已久。图 54 出自 A.C. 庇古（A.C.Pigou）先生的《工业波动论》（*Industrial Fluctuations*）（与图 67 的出处相同），它描绘了英国、德国和美国这三个国家在 1860 ～ 1910 年的价格走势，在很多方面与图 49 非常类似。

从图中可以看到，这三个国家的价格走势变化是非常密切同步的。例如，英国在 1873 年开始出现比较急剧的价格下跌，在短短几个月内，其他两个国家的物价也纷纷跳水。实际上，在这 50 年当中，唯一的一次出现一国价格走势与其他两国的显著不一致的时间是 1862 年，当时，英国的物价还在上升，而美国和德国的物价都在下跌。

图 54 再一次让我们看到了全球经济的一体化发展，而且，各国经济之间的这种紧密关系远在现代通信技术发展起来之前便已建立。如果在 19 世纪时，三个主要国家的物价走势都能如此紧密联系在一起，那么，在现代通信速度更快、贸易量更大的前提下，世界经济难道不应该更是一体的吗？

这个结论的应用非常具有政治色彩。每一次，当我们的经济向好的方向发展时，总统总是会来邀功；但如果经济出现了衰退迹象，则人人都会指责总统的无能和无力。这种情况在每个国家都存在。这实在是太以自我为中心了！其实，没有任何一个国家可以避开世界整体经济发展趋势的影响，一个国家最多可以避免不去雪上加霜，但要让它彻底躲开下雪的季节几乎是不可能的。因此，为什么要去一味地表扬或者怪罪总统和其他政客呢？他们可以对本国的事务施加影响，但是，正如我们在本书的很多图中都看到的那样，他们不可能一下子把全球的趋势都改变了。

里根总统最近声称，近期出现的经济喜事都是他任内的功劳：失业率下降、利率下滑、股票市场繁荣、连续四年的经济发展。几乎每个人也都将这些好事归功于他，却少有人能停下来看看，其实类似的这些发展和进步全球都在上演——有些国家的进展可能慢一点，有些则快一点，但是，确实都在进步和发展当中。

当然，从某方面来说，我们可以通过努力将经济比全球趋势发展得更好一些。例如日本在最近几年就做到了这一点。但是，这与联邦政府的经济政策关联很小，或者甚至根本不存在什么关联。相反，这与一个国家的文化和伦理道德有关。一个懂得储蓄、劳动、再投资和建设的国家，就能创造出超过平均水平的长期增长率。反之，做不到这几点的国家，其长期增长率水平就只能位于平均值之下。真正的情况并不比这复杂。

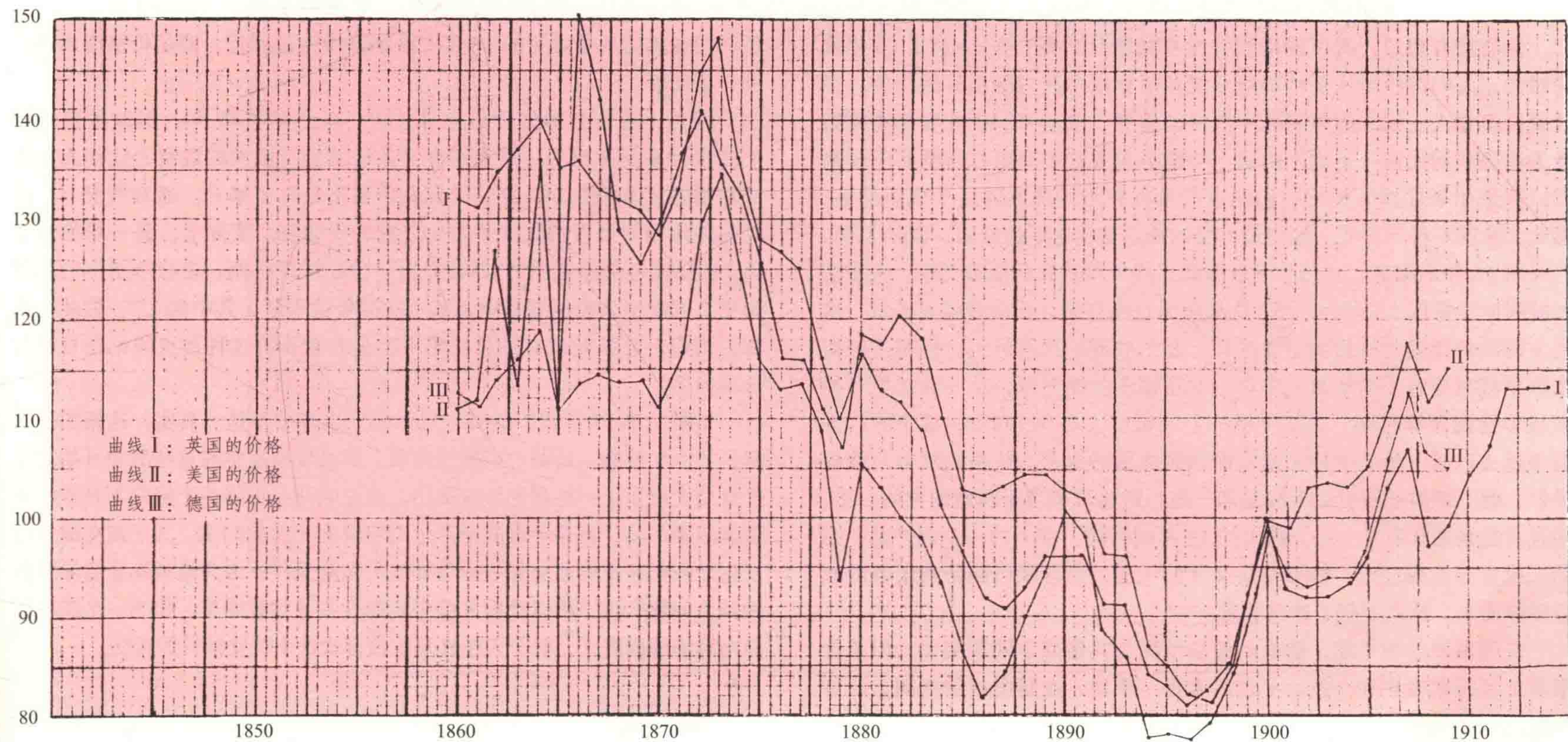
每当听到有人因为失业问题、股票市场、利率或者别的什么问题责骂或者赞扬某位总统的时候，我都提醒自己，这些人对全球经济一体化发展的认识太肤浅了，他们不过是在卖弄自己的无知而已。是的，政府的管理确实有好坏之分，但是如果人们能够有庇古那样的见识，他们就不会想着要指望政府把我们从全球经济的繁荣或者萧条当中隔离出来了。

再版补充

我还是要小小表扬一下里根总统的，美国经济能在 20 世纪 80 年代蒸蒸日上，市场快速发展，与里根总统的减税、减小政府干预政策是分不开的。之所以这么说，并不是因为我的主观意识形态问题或者我热爱里根总统（我并不喜欢他，我对所有的政治家都没有什么好感），而是因为我相信资本的力量，自由市场不喜欢政府过多干预。里根的减税政策从根本上控制住了联邦政府的规模增长，这种努力方向是市场所欢迎的。否则的话，什么都不会改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 54　德国、英国与美国的零售价格变化：1860 ~ 1910 年



资料来源：A. C. Pigou, *Industrial Fluctuations*, Second Edition, London: Macmillan & Co., Ltd., 1929.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

55 避免战争的一个教训

你有没有想过，有可能他们并没有做错什么呢？在 20 世纪 60 年代的时候，人们都纷纷斥责约翰逊总统和尼克松总统内阁的好战行为。当时的自由党人士说，战争有利于经济的发展，政治家和企业家都非常愿意为追逐利润而流一点血。的确，约翰逊总统和尼克松总统都有不少缺点，但是如果你真的相信他们同意战争有利于经济发展这个观点的话，那么，你就不得不接受，他们最主要的缺点其实并不是好战，而是无知。

图 55 并不深奥。从图中可以看到，战争导致商品价格飞涨，通货膨胀的程度非常惊人。图 55 以五次战争为观察对象，用曲线描述了每一次战争前后的商品价格指数走势变化。在图底部的尺度计上，标明了距离战争顶峰时期前后的年数。乍眼一看这幅图就能发现，从一场战争开始到战争达到顶峰时期，商品价格的上涨幅度大约为 100%；接下来，等战争过去以后，商品价格又基本回落到战前的水平。价格的跌幅与涨幅类似，但下跌的过程更缓慢和温和一些，跌速只相当于涨速的大约一半，而且看起来通常需要一路下跌大约 15 年的时间。唯一的一个例外是，在第二次世界大战之后，物价重新又开始飞涨，但这很可能是由于朝鲜战争接踵而来，从而引起了冲突所致。

在朝鲜战争的早期，物价的波动情况与其他战争同期类似，但是价格要上浮得稍微平和一点。不过后来再一次地，在越南战争期间，通货膨胀的程度虽然要小一些，但是价格上涨的时间比其他战争的都长。如果大家曾经看过这幅图，就不会对最近的商品价格回落感到惊讶了，相反，可能反而还会奇怪为什么越南战争都结束这么长时间了，物价才开始出现回落。如果你相信这些图中所罗列的现象绝不单纯只是因为巧合，那么，你就可以放心了，通货膨胀在短期之内是不可能再现了——我们现在还在越南战争之后的 15 年安全期当中呢！而且，商品价格应当还会进一步回落。

因此，战争会导致物价上涨（这一点已经明确了），但这种价格的上涨仅仅只是暂时的。战争还会导致经济发生极大的混乱，让作为重要经济指标（详见图 56）之一的商品价格指数自由攀升。通常情况下，战后的整体商业条件都比战争发生之前的更糟糕。实际上，每一场战争之后（包括越南战争在内），都会经历一段经济萧条期。在我所指出的美国历史上九次经济衰退期当中，这六次战争就贡献了其中的 2/3。因此，我想，约翰逊总统和尼克松总统绝不会是有意要将这种污点印记在自己的任期内的。

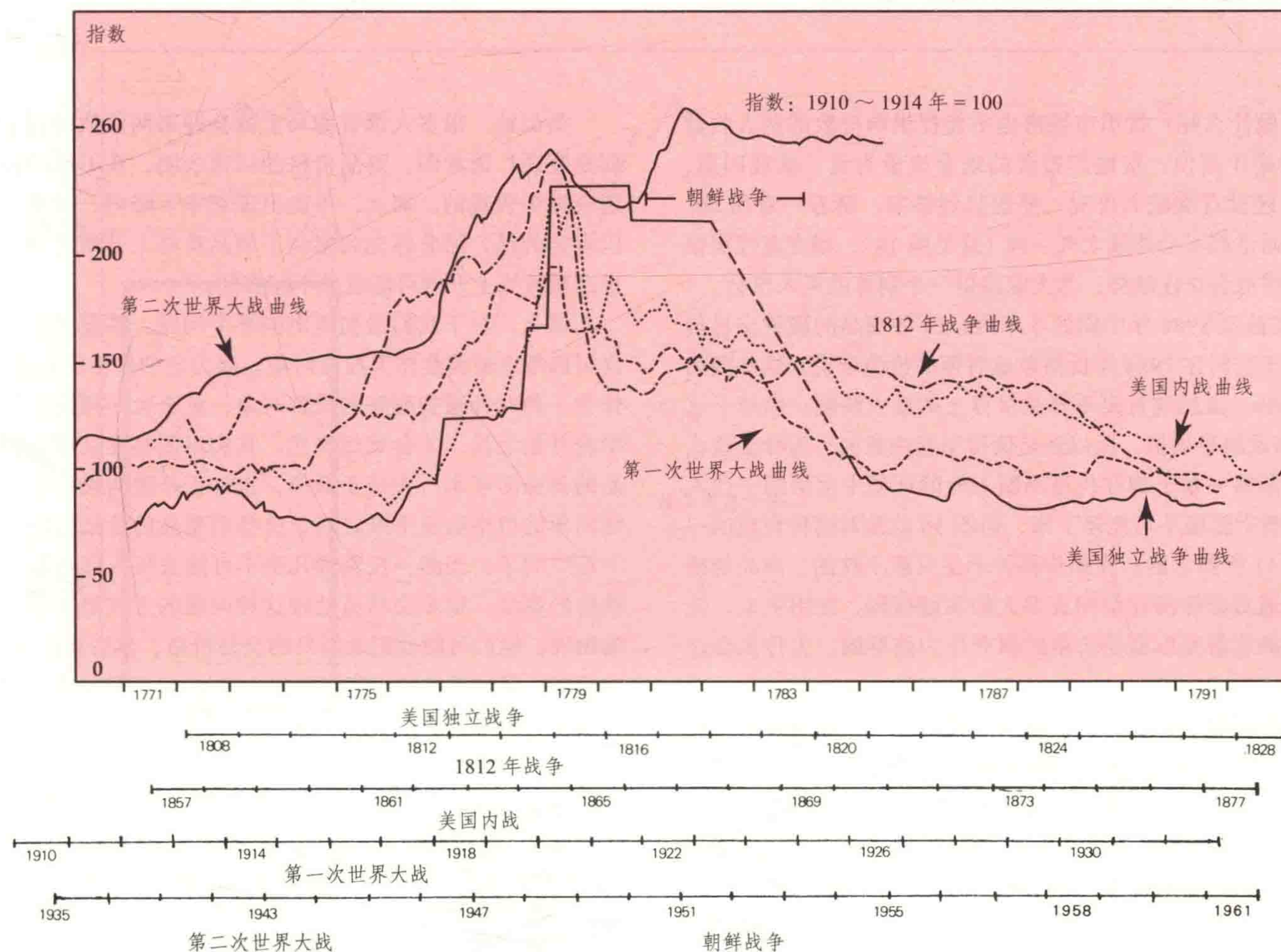
这就是图 55 给我们的唯一启示吗？也许并不是。其实，这幅图还引起了另一个问题。请留心观察这幅图，商品价格通常在这些战争开始之前便开始上行了。一些理论学家提出，这说明商品价格的上涨并不是战争所带来的副产品，而是导致战争产生的原因之一。他们说，为了避免战争的发生，我们需要回避会导致通货膨胀的社会条件，因为通货膨胀会导致各种社会问题产生，所以政府才会想到海外去寻找替罪羊。作为一个基本的逆向思维的投资人，我个人还真是比较喜欢这个特立独行的看法。

再版补充

战争对通货膨胀的影响已经与过去不同了——不过这并不是全球化的趋势。首先，谢天谢地，现在的战争已经不再是过去那种全球性的战争了。其次，现在要想以竞争性的价格从海外买到商品也一点都不是什么难事了，无论距离有多远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 55 历次战争对美国批发价格的影响



资料来源：Copyright © 1981 by Foundation for the Study of Cycles, Inc., 124 South Highland Avenue, Pittsburgh, PA 15206.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

56 别无选择，只能上涨吗

我们现在还能做什么呢？货币市场再也不能提供两位数的诱人收益率了，股票市场正处于高位，房地产投资的现金流量为负，纵观四周，哪一样商品的价格还没有涨成天价呢？要想找到答案，请看一看图 56。正如直线上升趋势通常都不会持续太久一样（详见图 18），很多直线深幅下跌的交易对象最终也会止住跌势，为大家提供一个划算的买入机会。

图 56 列示了在截至 1986 年中期的 5 年内，23 种商品的现货交易价格变化趋势。相对于它们在 1984 年价格鼎盛时期的价值来说，这些商品的价值跌幅已达 26%。虽然这肯定不算是世界上的最大跌幅，但鉴于这是 23 种商品的价格跌幅平均值，所以还是值得引起注意的。为什么这么说呢？首先，对于那些一辈子都在价格不断上升的环境中生活的一代人来说，他们总认为通货膨胀不可能停下来，但图 56 就是对这种观点的一个很好反驳。如图 51 所揭示的，商品价格并不是只涨不跌的。商品价格的变化情况是衡量通货膨胀潜在空间有多大的关键指标，在历史上，几乎所有显著的通货膨胀都是以商品价格的飙升作为前奏的。为什么会这样呢？

商品价格反映的是整个社会对经济基本要素的需求。通货膨胀是随着商品的制造流程而分阶段形成的——从原材料开始，加入人工形成半成品，再加入人工形成产成品。因此，从铁矿石到加工完成的汽车或是铁皮卷尺，其实是需要经历很多生产流程的。图 56 反映出了市场对商品的需求不足。只要商品的交易价格持续走低，毫无疑问地就说明经济陷入了疲软，因此没有必要实施紧缩的经济政策去控制快速的通货膨胀。所以，除非商品价格开始回升并持续上涨，否则，在未来几个月内，是不可能出现严重的通货膨胀恐慌的。

类似地，很多人都宣称马上就会迎来两位数的利率时代了。这完全就是废话！请看图，商品价格的回落表明，在不远的将来，利率是不可能有强势表现的。那么，可能出现利率下降吗？这就更不明确了，但可以肯定的是，除非你先观察到了商品价格上升所发出的信号，否则，利率出现直线上升的可能就是不存在的。

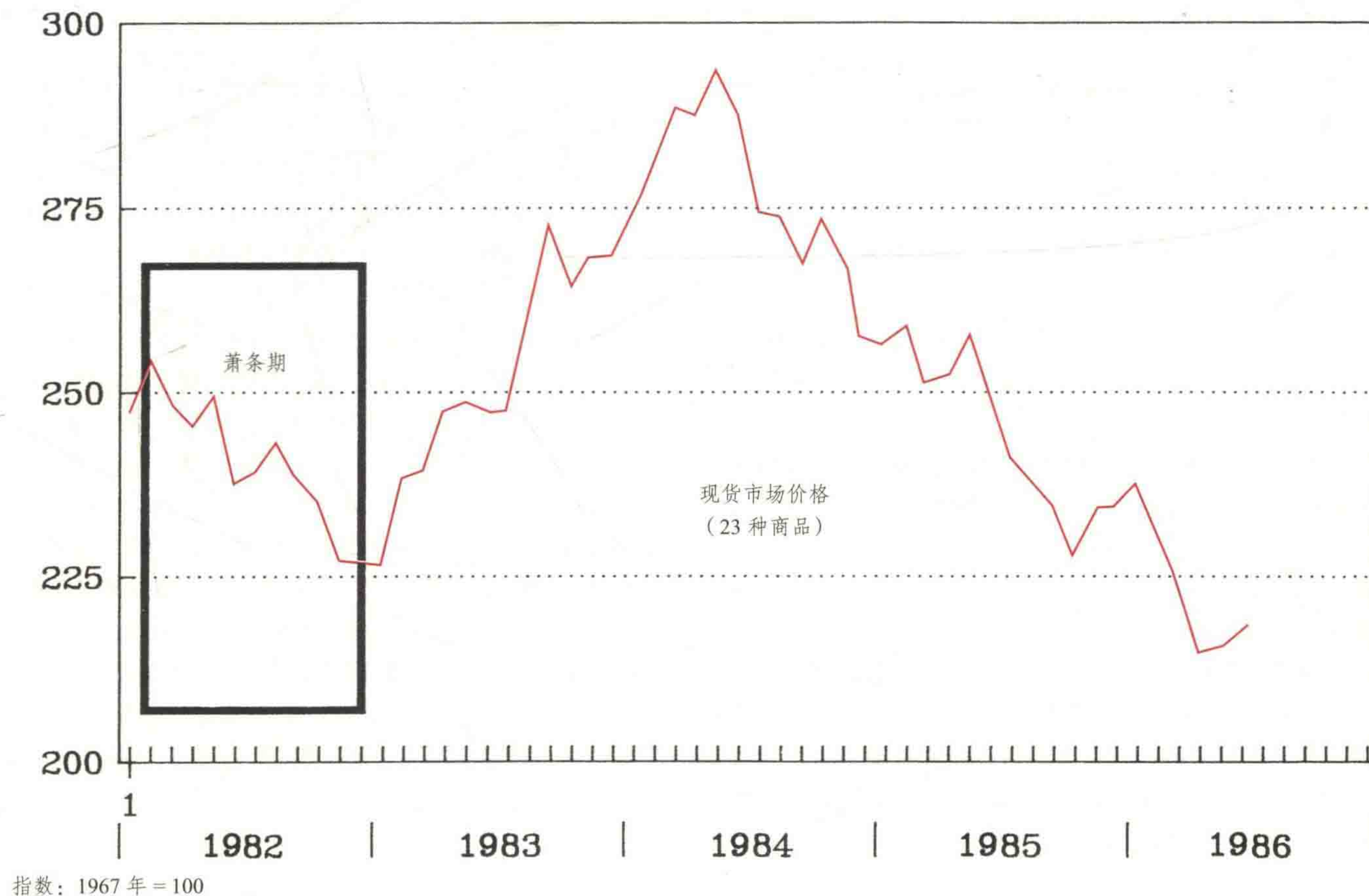
那么，对于我们最初提出的那个问题，答案又是什么呢？嗯，你也许可以考虑将黄金作为投资对象，因为它的价格已经触顶回落了。不过，作为一种对冲通货膨胀的投资对象，黄金也一样需要其他各种商品价格纷纷开始上扬，才会熠熠发光。其实可能答案就在我们眼前。基础消费品的价格多年来一直处于低位，也许正是逆向投资者的最佳选择。在连续两年的价格稳步下跌之后，这些消费品的价格已经不存在多大的继续下行空间了。当然，投资者几乎不可能去买入那些看起来马上就要直线跌价的商品。很多交易员处理这种问题的方式是等待“相对强势”时机的出现，他们可能会记录每日的交易价格，然后找出过去 40 天的平均成交价格，等到某日的价格终于向上穿过 40 天移动平均线时，牛市的行情可能就会到来了。

再版补充

我现在已经不再依赖商品价格的走势变化来进行投资决策了，现在有很多更好的方法可供使用。（我们必须常常反思自己知道些什么。）目前，在反映市场对通货膨胀的预期方面，代表资金借入成本的全球长期债券利率有着更出色的表现。而且，除非你希望得到糟糕的长期收益率，或者除非你极度擅长把握短期的金价波动，否则，我一般是不会推荐别人去投资黄金的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 56 商品价格变化：1982 ～ 1986 年



指数：1967 年 = 100

资料来源：Data from Commodity Research Bureau, a Knight-Ridder business information service.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

57 长期持金者遭受冷遇

如果你想对冲通货膨胀的影响，那么，最佳选择就是买入黄金，对吗？太难成立了！请看看图 57，然后再将它与本书中的其他图对比一下，你很快就会改变上面这种看法了。

一眼看去，黄金的价格走势的确不错。但不要忘记了，我们刚刚才从有史以来最糟糕的一个通货膨胀年代里走出来。但在 1970 ～ 1980 年这段时间，消费者价格就涨了不只一倍，而黄金价格更是像坐上了火箭炮似的，上涨了 2400%（从每盎司 35 美元涨到了 850 美元），算下来，平均年复合增长率为 37%。这也解释了为什么担心财富会被通货膨胀所冲淡的人们会看好黄金。

但是，如果将观察期扩大一些，黄金的价格走势就没有那么吸引人了。在历史上，金价很少出现大幅波动，在过去 200 年中，只出现过三次较大幅度的上涨行情——一次在美国内战期间，一次在阿拉伯石油禁令之后，还有一次则在 1980 年当通货膨胀率高达两位数的时候。更糟糕的是，这三次黄金价格的上涨平均每次只持续了短短的 3.7 年，这意味着在 200 年的时间里，希望利用持有黄金来对冲通货膨胀影响的人有 190 年都是在痛苦的等待和获利无望中度过的。

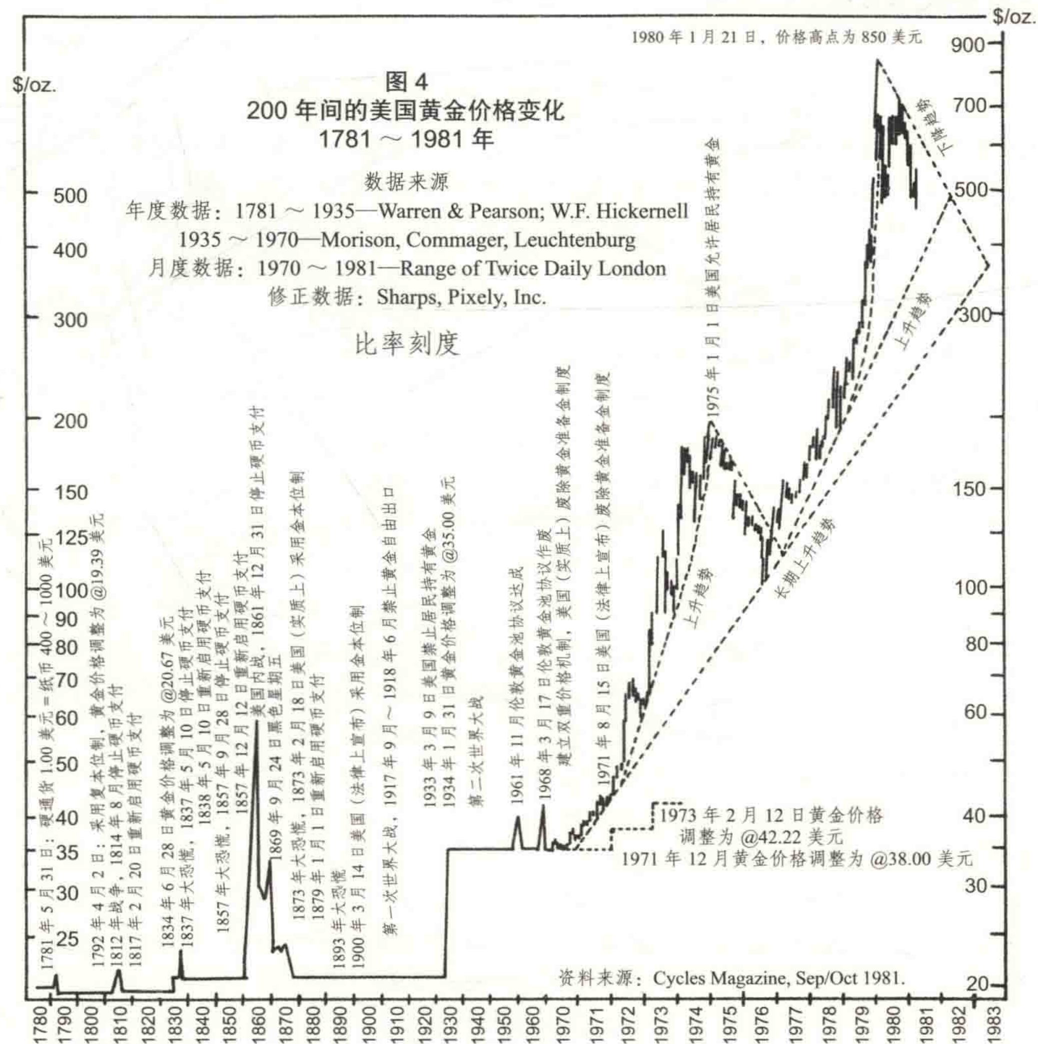
结论是什么呢？长期证据表明，投资黄金的收益率并不诱人。请看从 1781 年开始，到 1981 年结束的这 200 年期间，黄金的增值速度每年还不到 1.58%。截止到 1980 年金价鼎盛时期的增值率也只是略略超过了 1.9% 而已。用这种方式来投资你的退休金可行吗？考虑更近一点的时期，比如，从 1926 年开始到 1981 年的这 55 年里，这可是黄金的全盛时期，金价每年上涨 5.77%，完美打败了 3% 的平均通货膨胀率和 3% 的短期国债投资收益率（详见图 12）。但其实在这段时间内，只有 10 年金价是上涨的，这就是说，在投资黄金的每五年当中，有四年你都只能空手等待。同时，黄金的投资收益率为每年 4%，低于纽约证券交易所股票投资的平均回报率——而且这还是把 1929 年大股灾的影响计算进去了的。

所以，看起来，那些优良的投资品种里并不包括黄金，而且，黄金也不是我们的最佳投资选择。在过去的 200 多年里，黄金近期的走势确实不错——但非常短暂。过去几十年中的盈利相比投资黄金得到的长期糟糕业绩来说，实在是不算什么。如果你想要对冲通货膨胀的影响，那么买入并持有一系列具有平均表现的股票可能效果还会更好一些，而且现在这个时机就非常不错。由于黄金的价格走势在历史上的表现一直不怎么样，而且好的行情大多都是在最近才出现的，因此，近期应当难以预期再走出好行情了。如果是我的话，是不会选择投资黄金了。

图 57 出自《周期》杂志，它是各种类型图的优秀来源地。请注意，这幅图对近期情况的披露更为详细一些。图的右边是 1955 ～ 1983 年的金价走势，左边是 1781 ～ 1955 年的金价变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 57　200 年间的美国黄金价格变化：1781 ～ 1981 年



资料来源：Copyright © 1981 by the Foundation for the Study of Cycles, 124 S. Highland Avenue, Pittsburgh, PA 15206.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

58 房地产行业的长周期

房地产市场是否也存在着周期影响呢？是的，周期非常明显，只是房地产的周期非常长，如果单凭记忆，大多数人都难以感受到它的存在，因此更不容易被发现而已。由于股票的交易价格和利率的报价每天都可以获得，因此金融市场总是波动不断，并且人们很容易就能察觉到这种短期的波动。股票市场就像是一个沉默的伙伴，总是默默地发出买卖邀请——这种邀请就像是挂在你面前的诱饵那样，引诱着你去参与到愚蠢的交易当中。但房地产市场就不是这样了，它不会每天都发出诱饵。

相反，在这个市场中，存在着 18 年的全面长周期（Long cycle），这是根据普林斯顿大学克拉伦斯·龙教授（Clarence Long）的名字而命名的，因为他率先在 1940 年提出了这个概念。图 58 从 1870 年开始追踪长周期的变化（请忽略图的上半部分，这部分内容与图 62 类似）。在一生的商业生涯中，你可能最多能经历两到三个长周期，但你不会觉察出那就是房地产的行业周期。这就像你在一生中会碰到很多次不幸，但其中的每一次你都会认为是非常特别的那样。

由于没有像股价那样的每日交易数据可以帮助你展望房地产的行业周期，因此，想象各种周期的聚集和重叠也许可以更好地帮助你进行理解。首先，考虑康德拉季耶夫长波（详见图 84），这是最强大的潜在力量。其次，图 58 所列示的这些长周期便在长波之上，并围绕着它进行上下波动。即康德拉季耶夫长波导致利率发生上下波动，而利率波动和一代又一代居民的居住需求相结合，便产生了房地产市场的长周期。最后，在康德拉季耶夫长波和房地产市场的长周期之上，还有我们经常见到的长度为 3 ~ 4 年的商业周期在不停地波动和运行。这种商业周期由经济学家约瑟夫·基钦（Joseph Kitchen）教授首次提出，因此常被称为基钦周期。⊖

我们一般都只注意到了基钦周期，但当康德拉季耶夫长波和长周期都处于上升阶段时，基钦周期的表现其实是最温和的，比如 20 世纪 50 年代晚期和 60 年代早期时那样。当康德拉季耶夫长波和长周期都处于下降阶段时，比如在 1928 ~ 1935 年，或者 1873 ~ 1878 年，基钦周期的表现则是非常致命的。

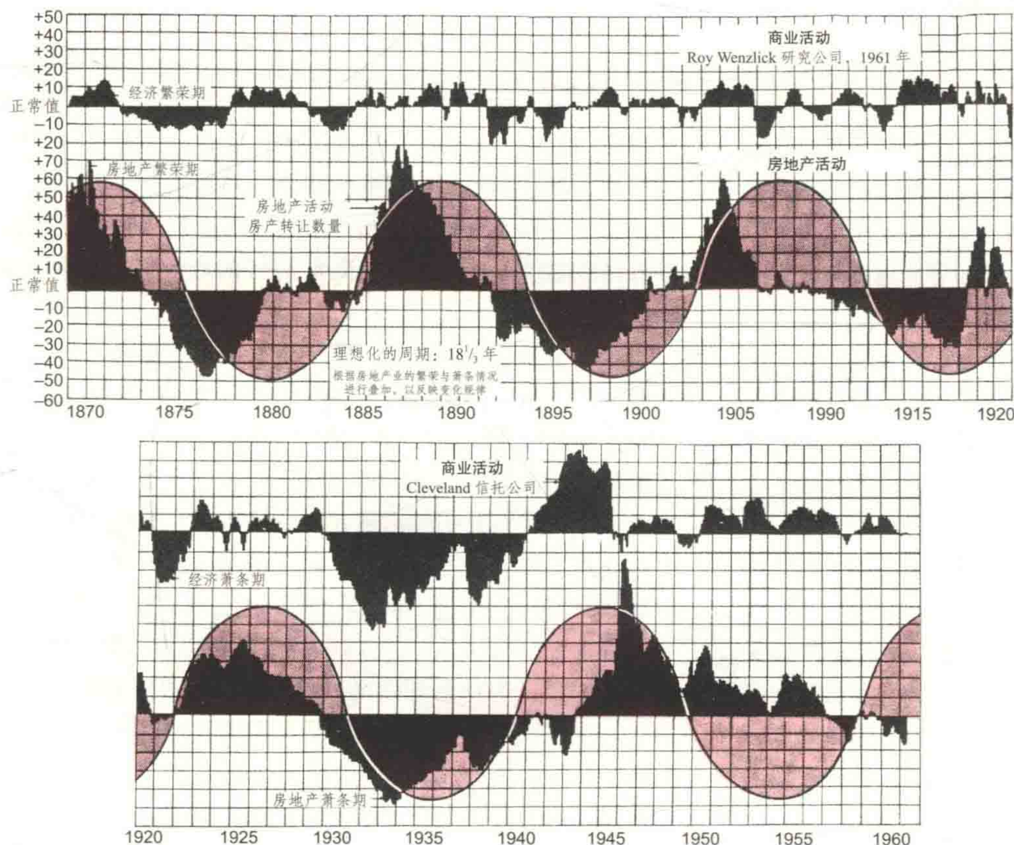
不相信吗？是的，很多人都不太相信这种说法。但是请看看这种说法的预测效果。图 58 的观察期终止于 1960 年，它显示的最后一个周期性高点出现在 1945 年，那么，将来的高点会出现在什么时候呢？循环往上再加 18 年，就能得到 1963 年和 1981 年。老一辈的房地产爱好者都知道，美国的房地产市场正是从 1963 年开始遭受重创，而从 1981 年开始，农场不动产价格暴跌（详见图 59），非住宅型房地产严重供大于求，而住宅型房地产的价格也停止上涨，回到了 20 世纪 70 年代末的水平。那么，为什么自 70 年代初开始，房价会涨得这么厉害呢？是长周期的影响吗？在 1954 的价格谷底之后，再加 18 年，说明下一次价格谷底会出现在 1972 年，也就是说，图 58 告诉我们，从 1972 年之后，长周期就会开始进入上行阶段了，事实看起来果然也是如此。

根据这个周期理论，未来会出现什么样的情况呢？下一个长周期的

⊖ 约瑟夫·基钦根据美国和英国 1890 ~ 1922 年的利率、物价、生产和就业等数据，观察到厂商生产过多就会形成存货，从而减少生产的现象，他把这种 2 ~ 4 年的短期调整称为“存货周期”，也称为“短周期”。经济学家熊彼特把短周期作为分析资本主义经济循环的一种方法，他曾提出，18 个基钦周期就构成一个康德拉季耶夫周期。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 58 理想化的 $18^1/_3$ 年房地产行业周期：1870 ～ 1955 年



资料来源：Roy Wenzlick, Research Corp., St. Louis, MO.

谷底要直到 1990 年才会出现了，这说明，房地产业的坏日子正在来临——也许会等到 1992 年前后。㊀看来这种趋势并不会耽误太久了，尤其是考虑到最近税法的可怕变化。不过，长周期理论告诉我们，在这之后，又会迎来长达 10 年的繁荣时期。所以，现在先不要买入，晚点再买，并在黄金的 90 年代里好好持有房子。

再版补充

正如长周期理论所预测的，20 世纪 90 年代晚期和 21 世纪初的前 5 年左右，住宅型房地产市场确实非常火爆。这与美国税法变动，允许房屋转让的资本利得每两年获得一次税收豁免有很大关系，在此之前，每个人一生只允许享受一次类似的税收豁免。

㊀ 有意思的是，由于商业房产投资过剩，美国房产市场在 1991 年又爆发了一次小规模的市场波动，也就是大家俗称的美国“第三次房地产危机”。但这一次危机的影响力相对较小，对于住宅市场而言，仅加利福尼亚州等地受到了影响。之后，自 1993 年开始，美国房产市场又进入了十几年的繁荣期。紧接着，在 2006 年左右，美国房价达到高峰，接着爆发规模最大的“第四次房地产危机”，并由此引发了从 2008 年年底开始的次贷风波和其后的全球金融危机。根据标准普尔房地产季度报告，美国总体房价直到 2009 年 5 月才开始回升，而我们如果将 1991 加上 18，刚好也等于 2009！——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

59 乡村房地产的真实故事

我还记得那位女士对我说："房地产价格只可能走单边市。"那时还是1980年，似乎每个人都"知道"房地产投资是十拿九稳的赚钱项目。这位女士是位年长的寡妇，没有什么金融投资方面的知识，却花大手笔投资于房地产项目。她跟我担保说："你不可能赔钱的。"我的邻居通过高杠杆买入土地，现在也有了上百万的身家，而这一切仿佛就发生在一夜之间。

一位年仅19岁的员工也告诉我在哪里能买到增值潜力大的房产，而且他说，那里的房产还未引起人们的注意，所以价格暂时还没有被炒作起来。接下来，他还告诉我，威廉·罗杰斯（William Rogers）曾经说过："买土地；这世上的土地是有限的。"这个孩子让我有了更好的想法，他的这一番絮絮叨叨让我想起了伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）曾经说过："当乞丐、擦鞋匠、理发师和美容师都能告诉你怎样能够发财时，你就应该提醒自己，这世上再也没有比幻想不劳而获更危险的事情了。"

虽然威廉·罗杰斯的妙语听起来更幽默一些，但在最近这些年里买入生地的投资者真该听听巴鲁克先生的话。在1980年以前，乡村房地产每年的价格涨幅为15%——这主要是受农产品价格强劲走势的激励和尼克松－福特－卡特总统任期内通货膨胀高涨的影响。但是，正当这场宴会进行得正好的时候，意外出现了。

图59中列出了1981～1985年美国各州（以及整个新英格兰地区）农业用地价值的变动百分比。这个指标可以较好地代表乡村土地的价值变化情况。可以看到，中西部谷物带（Midwest Grain Belt），也即大家现在常说的铁锈地带[⊖]（Rust Belt），拥有全美最好的土壤，但地价却平均下降了超过40%——在爱荷华州，降幅甚至高达49%。从图中可以看到，只有投资4个州的房地产能够获得盈利，其中，得克萨斯州的房地产价格涨幅最大，但即使按该州45%的地价涨幅来进行换算，年复利增长率也不足10%！

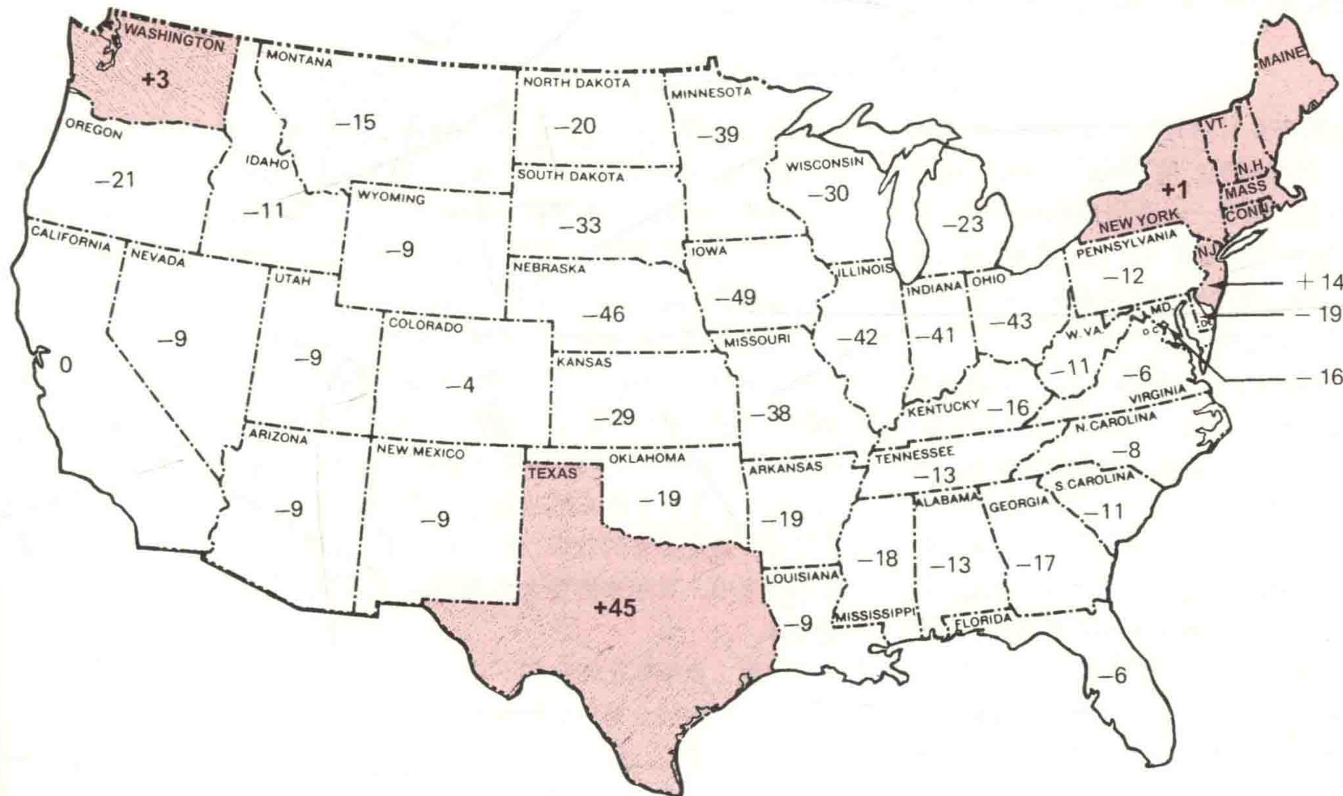
在我撰写本书的时候，农产品价格持续走弱，政府也在努力减少对农产品的价格支持和贷款项目，因此，专家们预测农场房地产价格在未来几十年内可能将难以再达到1981年时的高点。但是，为什么要听这些专家的呢？他们也没有提示过我们房地产价格会在1981年突然坍塌呀，那么为什么我们要听他们现在说的这些呢？然而，有一点是肯定的：我宁可现在去投资买入房地产，而不是在这之前就介入，因为毕竟目前的房地产价格已经经历过深幅下挫了。

从图59中我们至少可以学到与巴鲁克先生的智语同样简单的道理。每当人人都认为什么东西可以赚大钱时，投资这样东西反而赚不到钱，为什么呢？道理非常简单，如果人人都认为这样可以赚钱，那么说明很多人都已经把他们的钱投入进去了（这种事情发生得非常之快），因此，难以再有足够的买方力量来将价格推向更高。要让价格进一步走高，就必须还要有很多的场外人士，并且他们在将来都愿意入场来参加这种投资才行。

⊖ 铁锈地带指在美国等国家中，过去工业繁盛而现在面临经济困难的地区。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 59 每英亩[⊖]农场房地产的平均价值变化：1981 ～ 1985 年



资料来源：U.S. Department of Agriculture, Economic Research Services, Agricultural Land Values, June 7, 1985.

再版补充

有些人在 2007 年时可能会觉得这篇小文写得非常深刻，因为在那段时间里，媒体不停地在报道“房地产泡沫”的故事。让我们再等几年——到时候，大家又会发现其实情况并没有这么糟糕了。因为这句话总是对的：无论你是投资股票、不动产、黄金还是其他你能想象得到的任何东西，最糟糕的买入时机，就是当人人都兴奋地喊着要买的时候。

⊖ 1 英亩 = 4 046.856 平方米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

60 农场房地产从来都不是最佳投资选择

因此，你接受了在最近几年里投资乡村房地产完全就是一场灾难的说法，那么，如果作为长期投资又如何呢？除1965～1980年超级通货膨胀年代以外，从任何长期的角度来看，农业用地都算不上什么良好的投资品种。如果你不相信的话，就请看看这幅图。图60列出了1912～1975年的农场房地产价格走势，其中既包括了名义货币金额的变化，也报告了调整通货膨胀影响之后的价格变化。

从图中可以看到，农场房地产价格指数从1965年大约82点的水平一路上涨到了1975年大约220点的水平。拿出你可靠的财务计算器来，马上就能换算得到年平均涨幅为大约10.4%，看起来还不算太糟糕。当然，你真实的投资业绩不可能有这么好。因为首先，当你出售农庄时，你得先交一笔房地产交易佣金，金额大概等于生地价格的10%左右。这样一来，对你来说，220点就变成了净的198点了，而你的年度收益率也只有9.2%了。其次，在这段时期里，不动产税大约平均是按照不动产价值的1%计算的，而且需要每年上缴，这样一来，你的年度平均收益率就只剩下大约8%了。所以，即使是在农场房地产历史上表现最好的阶段里投资，你能够得到收益率实际上也比不过过去60年里的股票投资平均回报率（详见图12）。

如果将观察期拉长，情况还更为糟糕。假如你在1912年当指数为25点的时候买入，然后在1975年当指数为220时再卖出，扣除交易佣金，相当于你能收到198点，那么，在这63年里，你的平均年度收益率就只有3.3%——这还是在扣除不动产税之前的。这样的收益率水平与同期的通货膨胀率或者美国短期国债的收益率刚好大致相当（详见图10）。

另一种分析角度是看用不变货币价值（图中所用的是1967年的货币价值，这即是说，调整了通货膨胀影响的）来表示的农场房地产价格走势。可以发现，在扣除了通货膨胀影响之后，在图中的整个观察期内，农场房地产几乎就没有什么真正的价值增值出现——而且，这还没有扣除不动产税的影响。

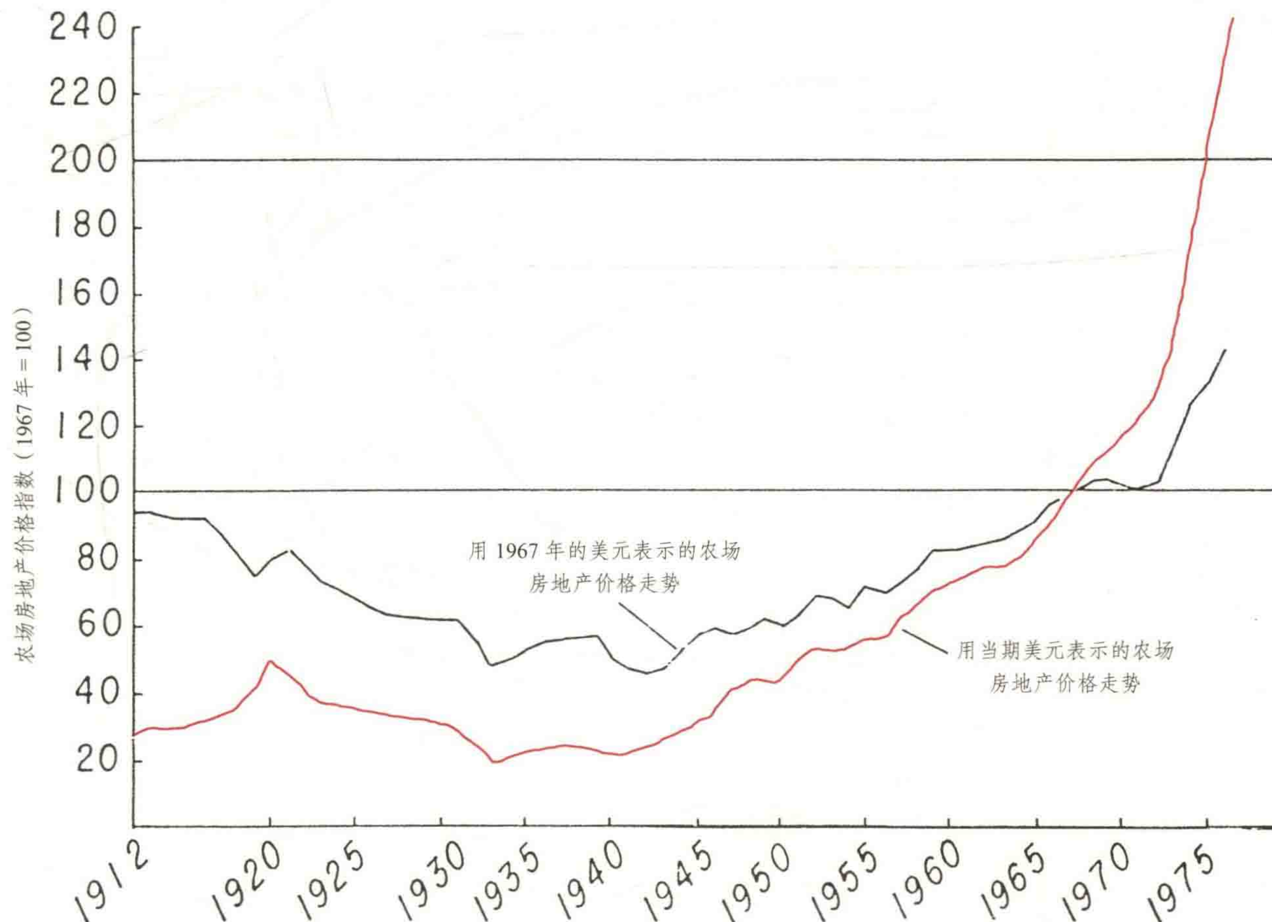
但是，这不是也挺好的吗？很多人想要的就是对冲通货膨胀的影响。可是，图60证明这也只是个神话而已。将农场房地产投资作为长期的通货膨胀对冲工具，效果是不理想的。如果你在1912年买入，然后需要在整整持有30年之后，到1942年出售，那么，就算不考虑佣金和不动产税的影响，你也会损失超过40%的原有购买力水平。那么，要想得到一点点对冲通货膨胀的效果，我们需要将这些房地产持有多长时间呢？在这个例子中，看起来需要大约56年，或者说，要一直持有到1968年才能出售。

当然，如果你把佣金和不动产税都考虑进来的话，那么，可能就没有机会收回你的全部原始投资了。而且，如果为了得到那平庸的回报而一直持有到最后，你将不得不一直忍受流动性差的问题。固定收益证券（国库券与企业债券）在最近几十年所提供的收益与之类似，而股票的平均收益率则更高一点，但这些投资都有一个最大的好处，那就是在任何时候，你都可以方便地将它们变现。

所以，我的结论是：如果你想获得超过平均的收益率，那么，请汲取历史的经验教训，不要去投资生地，否则，你可能会遭遇投资失败。从长期来看，农场房地产不是你的最佳投资选择，而且，从来都不是。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 60　美国农场房地产的价格变化趋势：1912 ~ 1976 年



资料来源：Raleigh Barlowe, *Land Resource Economics: The Economics of Real Estate*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, Inc., 1978.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

61 美国住宅价格走势

至少我知道我家的房子没有买错，对吧？也许是的。但很少有人理解，他们的大多数收益其实来自借钱的杠杆收益，而不是房产价格的增值。图 61 是根据美国商务部所提供的数据绘制的，列出了在 1885 ～ 1980 年，一个普通美国住宅的平均价格变化。乍眼一看的话，图 61 的涨势很吸引投资者：指数从 1935 年时 60 点的水平上升到了 1980 年时 1000 点的水平。但是，外观常常是具有欺骗性的，因此，你其实应该学着以后都这样来做。拿出你的财务计算器，然后计算一下 1935 年以来的复利年增长率。不管你信也好，不信也好，在图上看起来从 60 点一直涨到 1000 点，那么大的涨幅，但每年的复利增长率却不足 6.5%——这也许太让人难以想象了！如果你投资纽约证券交易所的股票的话，业绩肯定会比这个好得多（详见图 12）。

也许，你感觉买自家住宅时，赚的应该不止这么一点。但是我们忘记了，在买自家住宅时，你实际上只首付了 20% 的款项，然后剩下的钱都是通过银行按揭借来的。因此，在这种情况下，你在 1935 年的付款额就不是 60 了，你只需要付 12 就可以了。需要记住的最重要一点，就是按揭都是早晚必须要还的——这个提醒是一代人在 20 世纪 30 年代里所学到的，但接下来就被很多人都忘记掉了。按揭借款为我们提供了获取更大收益的潜在空间，但同时，我们也不得不承担更大的风险。无论出于任何原因，将来如果你的住宅价值下跌了，就像 1925 ～ 1935 年的住宅价格一路下滑那样，那么，不变的利息支付和巨额的损失将使你心痛不已。

假定你在 1925 年买入一栋住宅，按照图中的指数显示，价格点位为 100；假定你首付了其中的 20 然后借款 80，并且将来每年等额还款和支付利息。在还款期的早期，实际上在你每年摊还的贷款金额中，只有很少一部分是在偿还贷款本金。因此，到 20 世纪 30 年代中期时，你基本上还欠着银行 80；但是在那时，你的住宅价值却已经跌到了 60。记住，你现在还背负着 80 的负债呢！因此，你作为房东的权益就变成了 −20。按这样的房产市场价格走势，差不多要等到 20 世纪 40 年代后期，你才能基本不亏损——这还不算你在这些年当中所必须支付给银行的利息！

并且，谁会愿意相信在利率普遍下行的时候，房价一跌就是 20 多年呢？这可真是一项伟大的投资呀！事实上，如果你的奶奶能在 1885 年时按 60 的价格买入，然后你们一直持有 95 年，等到 1980 年时再按 1000 的价格卖出去，不考虑出售佣金和不动产税的影响，你在 95 年里的年均收益率也只有 3.0% 而已。

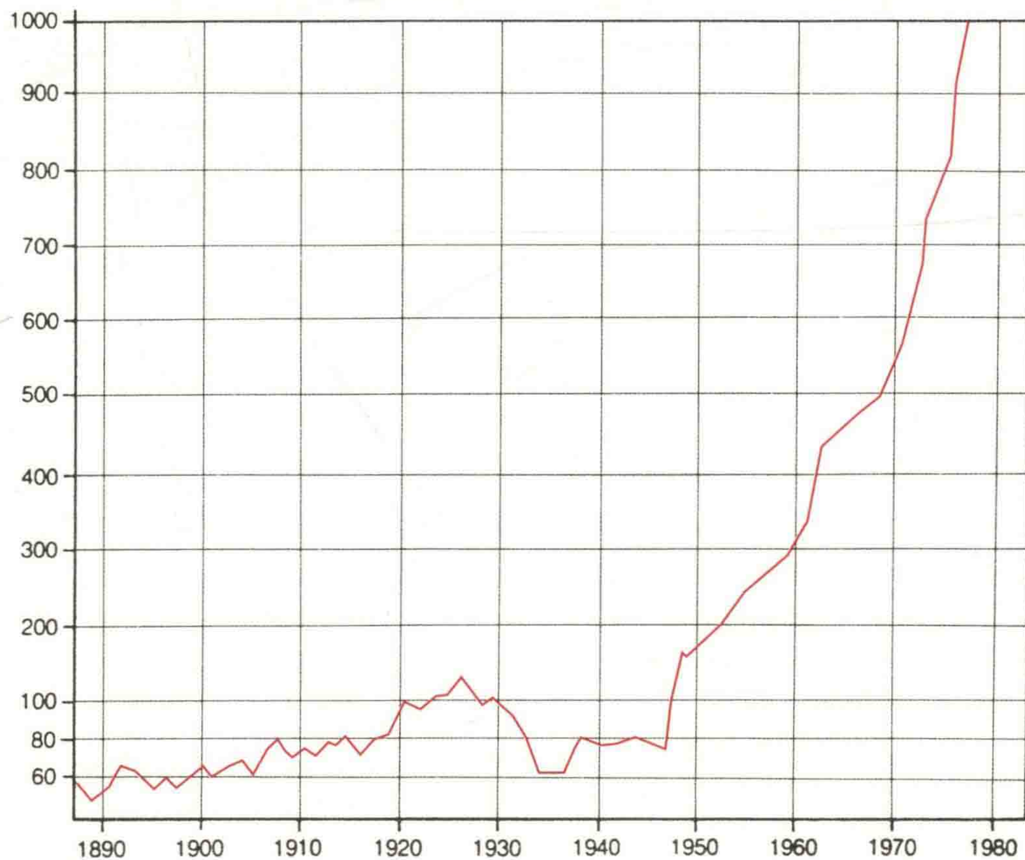
图 61 对今天能有什么启示呢？如今，住宅价格已在高位，相对于房屋的市场价值来说，租金实在不值一提——远低于我们把钱放在银行里能够得到的利息金额。与某些房地产投资迷（那些不理解长期债券如何定价的人，详见图 33）的梦想相反，房屋的租金并不会随着房价而上涨，而是房价要跌下来迎合租金的水平。与债券投资一样，房地产价格的波动需要使租金收益率能够与其他长期投资产品的收益率进行竞争，当房地产的价值长期远离交易基准水平，而大多数人又都不懂按揭贷款可以在房价下跌到一定阶段的时候将很多人扫地出门，就像 20 世纪 30 年代曾经发生的很多故事那样，在这种时候，我们尤其应当记住，从 1890 年开始，直到 1935 年，房地产市场都没有任何增值空间出现。这样的情形在今天还可能再次发生，或者，甚至有可能情况会更糟糕。

再版补充

送你一句话：担心房价“过高”可不是什么新鲜事了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 61　单一家庭住宅的价格指数变化：1890 ～ 1980 年



资料来源：Douglas Casey, *Strategic Investing*, New York: Simon & Schuster, 1982.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

分析经济周期、政府财政和政客的江湖骗术

我一直很好奇，无论是受社会的影响还是媒体的鼓吹，在人们的头脑里还盛行着多少未被发现的金融谬论，人们总是不先验证一下他们翻来倒去的“事实”究竟是不是真实的，就开始信口开河。图可以提供一个快速的视觉检验通道，帮助我们看看人们胡说的内容中有没有一些客观成分存在，还是仅仅是对盲目相信的“神话”进行简单重复。本部分的图讲述了一些商业现象、政府财政政策以及一些我们认定的江湖骗术，它们把那些我们接受为事实的和不接受为事实的内容区分开来。这些图将有助于你去更精准地把握事实，更好地去理解现实。

没什么话题能比政府财政产生更多的谬论和无意识的歇斯底里了。政治家们总是通过散布假象去谋利和拉选票，媒体总是通过煽情来实现多销售产品的目的，而我们也常常会无意识地传播那些在鸡尾酒会上听到的新鲜话题。这不奇怪，因为普通人就是会相信包围他的那些谬论，毕竟他不停地从各个角落都在听到这些观点。如果每个人都这么说，那么它似乎就应该是这样的，难道不是吗？胡说八道！在这一部分中，有 9 幅图都是关于政府财政问题的，涵盖的内容包括债务、税收、财政赤字、政府支出、政府规模的增长、各州与联邦的关系以及其他主题。

债务与财政赤字

比如，你将一眼发现联邦债务“危机”确实是个问题，但它只是一个“小”问题——自然算不上是什么危机，甚至连近似危机都不是。思考这个问题的最好方式是，相对于收入和净值，美国到底有多少债务。在这种尺度的比较下，美国的债务其实是处在比较好的历史平均水平的。再比如，你将看到，尽管联邦债务规模占国民生产总值的比例比 10 年前更高了，但也不过是和 20 世纪 60 年代中期相当而已，远低于 20 世纪 50 年代中期的水平，只相当于 20 世纪 40 年代中期的 1/3。如果我们当时都能承担得起那么高的债务，那么在今天，事情并没有看起来那么让人悲观。

事实上，你甚至会怀疑，偿还联邦债务究竟是不是一个好主意。我们曾经这么干过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一次，结果导致了经济衰退，那是美国历史上最严重的三次经济衰退之一。如图 76 所示，固执的安德鲁·杰克逊总统偿还了联邦债务，结果导致了一场大的金融恐慌以及连续 7 年的经济衰退。在图 82 中你将看到，如果我们真想还清美国的债务，即使不加税也可以实现——杰克逊总统当年就是这么做的。如何办到呢？翻开图 82，看看美国是如何建立起全球价值最高的房地产组合的，150 年来，全是靠债务和通货膨胀来融资的。

在这一部分中，你还会清楚地看到，大家热议的财政赤字也不是像一些人想象得那么至关重要，它甚至可能根本都不存在。如果你排除掉联邦政府向各个州和自治市购买资产而支付的 1000 亿美元（让后者多了 1000 亿美元的资本），并且允许联邦政府像企业一样对自己所购买的资产进行贬值处理，那么绝大部分联邦赤字都会瞬间蒸发，而且没有任何其他影响。这仅仅是创新性的会计处理方法吗？不，这实际上更是现实性的会计处理。在图 82 中你将看到，在过去 200 年中，联邦政府不断购买资产的行为导致了财政赤字和联邦债务，但今天，这些资产已价值万亿美元。

讽刺的是，尽管很少有人谈起，但真正让人担心的话题却是联邦支出的增长速度，而不是赤字和债务。如果未来美国还继续像过去 20 年那样，让每年联邦支出的复合增长率都远远超出国民生产总值的增长率，那么用不了 100 年，联邦支出的总额就可以独吞美国经济的产出总值了。

反商业谬论

长久以来，我们每天的商业生活同样也会酝酿出谬论。有些人积累起了巨额的财富，于是就有人把他们描绘成有着超人一般的技巧，或者像魔鬼般腐败，或者有着其他耸人听闻但不真实的特点。其实在通常情况下，他们就是一般人，有着和常人一样的优点和不足——敬业、坚定、聪明，而且非常幸运——在正确的时间出现在正确的地方。他们的商业经营也被旁人描绘得一点也不现实，要么过于好，要么过于坏。

但一直以来都是如此。就像你在图 36 中看到的一样，各种夸张的说法总是在过去几百年里来来去去。在我公司的图书馆里，有一本西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt）总统的《公道政治》(*Square Deal*) 的第 1 版，旁边放着的则是罗伯特·韦尔奇（Robert Welch）的《约翰·柏奇会蓝皮书》(*The Blue Book of the John Birch Society*) 原稿的一份誊写版本。讽刺的是，韦尔奇热情高涨的保守主义论调听起来反而比罗斯福在 19 世纪向 20 世纪过渡时的反商业"黄色新闻"(yellow journalism) 论调更为温和。但是，大部分罗斯福的观点都能在今天的反商业神话故事中找到原型。

例如，近年来有一个广泛认同的神话故事是，商业并没有实现一砖一瓦的实打实模式的扩张，而只是不断收购和兼并的自娱自乐而已。好吧，通过收购和兼并进行自娱自乐的确是有的（如你在图 21 中所见），但企业对实物资产的投资其实也是破纪录的——不仅就抽象的术语而论是如此，这种投资占私营部门创造的国民生产总值的比例也是破纪录的。在图 68 中，你能看到自 1900 年以来的历史数据。如果不满意我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对这些数据的更新进度，你还可以自己到价值线（Value Line）[⊖]、世界大企业联合会（Conference Board）[⊜]去查，或者干脆去图 68 的原始数据出处——机械及联合产品研究所（Machinery and Allied Products Institute）去查，该研究所出版一份叫《资本商品评论》（*Capital Goods Review*）的行业通讯，其中就包括这类数据（1200 18th St. N.W., Washington, D.C. 20036）。

类似地，这几十年来各类媒体一直把石油行业的人描述成坏孩子，而电子行业的领导者却成为在“行将就木”的美国产业大环境中透出的一口生气。其中的说法虽然有一定道理，但实际上谬误更多。图 71 至图 73 应该能够说明在过去几百年中，其实没有出现过真正意义重大的新事物。看看把电子行业的先锋推向伟业的所谓“新”学习曲线，你会发现它其实并没有多少“新”的成分。与之相似，石油行业的发展更是受政治和外国势力的不良影响，这个行业并不是美国经济的作恶者。但是大部分人很难认真地去考虑这些事情。

其他问题

另一个满天飞的谬论是劳动者的工资太高了（见图 70），这可真是愚蠢。从长期的角度来看，如果再调整通货膨胀的影响，劳动者的工资水平其实并不高。当一些人抱怨劳动力成本太高时，其实只是他们自己没有能力有效率地去使用劳动力。从某种程度上讲，那是他们在表明自己的无知和无能。问题的症结不是劳动力的成本，而是管理者的头脑。

于是，近来有人对南非投资问题大声抱怨，一些人把种族隔离当作问题提出来，另外一些人则担心南非出产贵金属的价值问题。本书并不探讨伦理方面的东西，但图 69 能让你清楚地看到，南非的黄金产值其实对标准普尔 500 指数无关痛痒。如果明天整个南非经济都一路衰微了，剩下的人也许会抱怨两声，但接下来的一切仍将照旧。

有关江湖骗术的图

非常不幸的是，人类在很多时候都坚信自己懂得其实他们并不懂的事情，只在很少的时候愿意承认那些不可解释的现象其实多得可怕。这一部分的最后 9 幅图，我称为“江湖骗术”图，因为大部分人都会把这些话题当作江湖骗术。我希望你在读完这一部分内容后，能明白这些图中的一部分确实是江湖骗术，而另一部分则是有实质内容的知识。例如，被主流经济学家所嫌弃的康德拉季耶夫长波理论，他们甚至都不愿意认真地讨论这个理论。但是，正如你通过直觉都可以清楚地知道，大部分经济学家其实并不擅长经济预测。然而，如果预测者能够把长波理论融入他们的思考，那么他们在近年来取得的成绩就会好很多。在那些被当作江湖骗术的长波周期中，存在着惊人的巧合，你会发现这些巧合在本书的很多地方都出现过。也许经济预测就是在缘木求鱼——或者好像是在一马平川的地方寻找探险者。经济预

⊖ 价值线是美国的一家专业投资研究机构。——译者注
⊜ 世界大企业联合会是美国商务部的一个分支。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测者确实拥有很多知识，但相对于要把他们的预测工作干好所需要的知识来说，还远远不够。

对于这种现象，或许还有一个更有说服力的例子，即太阳黑子。黑子能够深远地影响农业、航空、通信以及其他很多事情，其证据确凿，是不容置疑的（见图 85）。但是没有人知道太阳黑子为什么存在，又是怎样产生的。大家都知道的是，太阳黑子周期与环绕我们大气的辐射数量变化是完美匹配的。因此，黑子（或者那些产生黑子的东西）可以通过辐射大小来直接或间接影响我们的精神状态，并进一步影响我们的金融决策，这难道不是可能的吗？

不幸的是，今天任何人对这个问题的回答都不会比航海家哥伦布的回答高明多少。也许总有一天，科学家能发现太阳黑子产生的原因，进而发现太阳与华尔街之间的联系。在很多人不假思索就接受了太阳黑子这个概念的同时，很多观念保守的人却拒绝接受。太阳黑子是最好的提醒之一了，提醒人类所知其实是多么有限。知道自己无知，要比不知道自己无知，更可能得到较好的结果——华尔街的人经常都看不到自己的无知。

此外，还有一些对分析经济周期很有用的现象，而且其中一些能够做成图。但不幸的是，最好的经济晴雨表就是股票的价格走势（见图 16）。说它不幸，是因为很多人想通过预测经济的走势去预测股市的发展方向，但这么做并不奏效。把经济与股市联系在一起，在这方面真正有用的是 1% 法则（详见图 64），它说的是股票价格往往会在失业率停止下降且再整整上升超过 1% 之后突然启动上升行情。此外，关注汽车销量的变化也会非常有用，就像图 65 所揭示的，汽车销量的下滑已经多次成为经济和股票市场下行的先兆。

用恰当的眼光看待事物

为了正确地看待身边的事物，本部分以两个特殊的图作为开始。这两幅图揭示了长时期的商业历史，不仅包括美国的，也包括世界的商业历史。本部分的第一幅图（图 62）非常经典，它总结了美国历史上历次的经济兴衰，而且按其量级从视觉上来予以呈现，也许你以前曾经看到过这幅经典的图。本部分的第二幅图（图 63）则非常罕见，你之前应该没有见到过它。这幅图用很多代表不同经济兴衰期的小方块来说明，大部分西方国家之间在经济发展趋势是捆绑在一起的。在没有电脑、电话、飞机和道琼斯工业指数之前，经济的繁荣和衰退就已经是全球化的了。

哪怕是仅仅看懂了图 63 的内容，那么本书对你就已经物有所值了。我们一直相信，通过政治程序来对经济进行修补确实能够让我们躲过一时的困难。但如果世界各国的经济是紧紧捆绑在一起的，那么在经济繁荣时就表扬政治家，在衰退时就怪罪他们的做法就毫无道理了。我们无法回避全球性的经济衰退历程，在这一点上，我们从来没有成功过，而且将来也不可能成功。请丢弃这种错误的看法吧！希望你能利用从这些图中所学到的内容，去破除一些你过去曾经相信的谬论。

2007 年作者注释：再版补充

1987 年以来，我对于国家债务和赤字

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的认识也在不断发展。即便是在当时，我也发现而且知道它们不应当是大多数人需要担心的市场或者经济方面的不利因素。但是现在我还明白了，缩小债务规模肯定不是目的，这一点我在对图 83 的更新说明中进行了详细解释（在我的新书《投资最重要的三个问题》的第 6 章中，对此有更多解释和论述）。负债本身并不坏——因为我们的债务无论是从理论上还是实际上都还没有达到那么多！我们还可以更多地利用债务！在你向我进行反驳之前，请读读我的说明，或许你就会被我说服。

在原来的本部分介绍中，其余的观点大部分都是妥当的，当然，我还是逐一对它们进行了更新。为什么过了 20 年还会如此呢？因为它们主要探讨的是媒体所宣传的神话和谬论，以及政府的行为。无论昨日、今日还是明日，媒体的买卖总是需要长久的谬论和神话来维持，然后它们才能从中谋利的。倒退几千年，人类总是有着不竭的欲望来制造并长久地维持和品味各种谬论和神话。我对媒体要赚取利润的动机没有意见——利润是好的、美善的。但是，如果有些你的观点得到了媒体的广泛支持，你就应该对此保持警觉，因为媒体的支持绝对不表示你的观点就是正确的；反过来，当媒体都支持你的观点时，这更像是在提醒你，有可能你的观点是错的，无论这些观点是有关市场的还是别的什么话题的，但尤其是关于市场时，你就更应当保持警惕。因为在市场上，所有热议和众所周知的东西往往都需要打个折扣，那容易让人付出代价。

我关于政治的看法则几乎没有变化。政治（politics）一词来源于希腊语 poli——意思是“多”，和 tics——意思是“微小的吸血生物”。今天美国的选举政治仍然还像过去一样俗气——如果不是变得更糟糕了的话。没有什么理由说它们会有可观的变化。

我将重申我当时说的话。如果你理解了图 63 的内容，那么本书对你就物有所值了。华尔街之舞还在继续！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

62 一分钟经济走势备忘单

你有感觉不够安全吗？你是否难以脱口而出那个让你在鸡尾酒会上成为明星的关键词？如果是的话，那么，这幅图就非常适合你了。这是一幅能让你在一分钟之内就了解美国经济历史的备忘单，有了它，你就不愁在亲戚朋友面前找不到话题了。

假如你妻子的哥哥打来电话，纠缠着你的太太要挥霍掉老父亲留给他们的信托基金。他希望你的太太能马上飞到佛罗里达州去投资那里还未开发的胜地，并承诺说这种投资"只赚不赔"。你的太太已经被她的兄弟吹得晕头转向，有点忘乎所以了。她有点害怕投资失败，但确实也想不出理由去拒绝她哥哥的提议。在关键时刻，你拿着这份备忘单果断地挺身而出，接过话筒说："艾德，我对这个问题已经思考了很久，也想得比较深入了。我们现在的情况跟 19 世纪 30 年代银行信用高涨时期太相似了，除非你能说服我并证明我是错的，否则，我是坚决希望苏西不要去投资未经开发的土地的。我把我原来的经济史课本寄给你看看吧，看完以后请记得还给我哦！"这样，艾德再也不会给你们打电话了，而你，也必然成了苏西心目中的英雄。

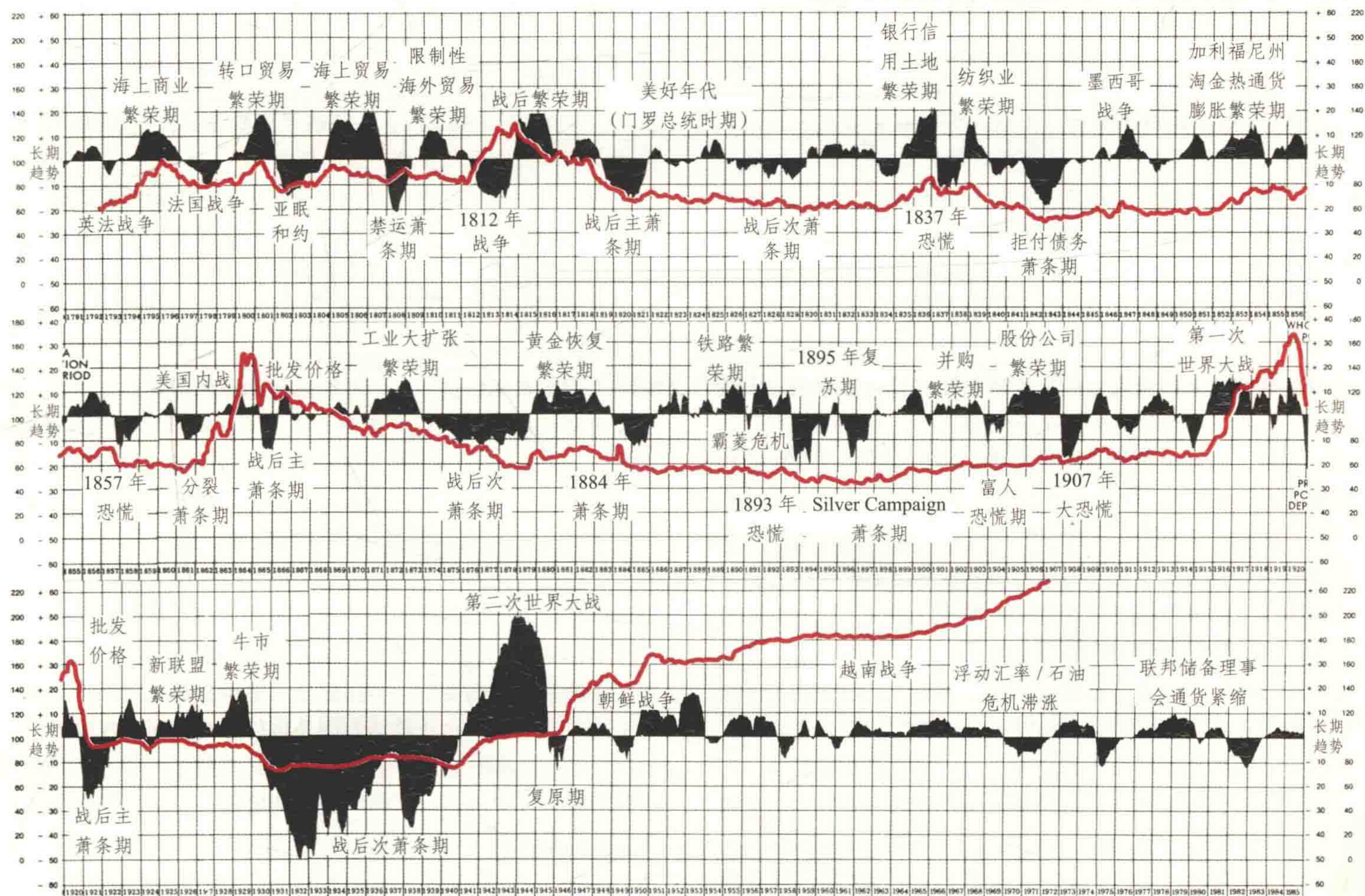
假定你现在正在出席一场鸡尾酒宴会，一些人正在吹嘘他公司的业绩是如何好，他可以赚多么大一笔钱。这时，有人嘴里喷着杜松子酒的味道转向你，"啊！波因德克斯特先生，最近怎么样呀？"你回想了一下你的图，然后插话说："哦，约翰先生，我们最近简直如鱼得水，顺得很呀！不过我有意识地在避免不要高兴过了头。你知道的，最近这段时期让我想起了 19 世纪 70 年代早期工业大扩张时代那种繁荣，干什么都能赚钱！但你知道后面发生的事情可就不妙了。"当然，他是不知道你所说的这些事情的——于是你正好可以再完整地补充上："在那之后，就是历史上耗时最长的经济萧条期了，那时的惨状绝不亚于 20 世纪 30 年代。所以，我现在确实赚了不少钱，但我也同时在想办法控制风险，免得将来又亏出去了。"这些话一说，两分就到手了。

我是在小时候第一次见到这幅图的早期版本的，我对于它能覆盖美国经济 190 年历史的全貌感到非常敬畏。它向我们解释了两点。首先，图中的曲线表示的是批发价格指数，而阴影部分则是我们主观感受到的好日子和坏日子。在"长期趋势线"之上的阴影部分代表经济繁荣时期，而线下的阴影部分则代表经济萧条和衰退期。

这幅图对近期的经济情况表达得并不太现实。1973 ～ 1975 年和 1982 ～ 1983 年的经济不景气时期并没有出现在趋势线下，而这段时期与很多趋势线下的时期（例如 1903 ～ 1904 年的富人恐慌期）至少是具有同等重要性的。但是，从能够涵盖很多人都不了解的古老历史的角度来说，这幅传奇般的图是非常精彩的。因为对于 1928 年之前所发生的情况，我们在十个人当中恐怕都找不出一个了解的人来，而且，也没有人愿意暴露自己的无知，因为这是社会难以接受的。将这幅图与你在本书中其他地方所学习到的各种琐事花絮相结合（比如，详见图 45），那么，你在任何地方应当都可以语惊四座了。请好好研究并享受这幅图吧，你也许会发现它所提到的一些事件是非常有意思的。至少我是这样感受的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 62　美国的商业活动：1790～1986 年



资料来源：Ameritrust Corporation, January 1986.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

63 你从这种模式中能看出什么

不不不，图 63 不是在做吸墨实验，不过，那些看到墨水污渍的人可能会最先明白其中的道理。我第一次看到这幅图的时候，便大跌眼镜，并迷惑不解。由于以下这三个原因，这幅图非常重要。首先，它是独一无二的，乍眼看去，用这么小一幅图便将西方国家的商业周期长期概况表述清楚了。其次，它出自世界经济最早期的权威来源，由卫斯理 C. 米切尔（Wesley C. Mitchell）在 1927 年出版的经典著作《经济周期》（*Business Cycles*），这本书曾被美国国家经济研究局列作十大经典著作之一。美国国家经济研究局是国家官方的负责记录和保管经济衰退、扩张等经济数据的权威机构，米切尔教授是这个机构的创始人，并担任了 25 年的研究主管，此外，他还曾担任美国统计协会的主席，并因首次将经济统计数据标准化而广受赞誉。如果米切尔教授能活到 1970 年的话，几乎不用质疑，他一定能取代西蒙·库兹涅茨（Simon Kuznets）成为第一位诺贝尔经济学奖的获得者。如果没有米切尔教授前期的深入研究基础的话，就不会有国民生产总值会计核算工作的诞生。最后，这幅图之所以重要，更因为它为我们所提供的视觉化的内容。

请看图 63，不用太过留意细节你便能从中学到东西。图中列出了很多西方国家，并用每种不同的阴影表示不同的经济状况。请注意阴影方块是怎样排列的，它们整齐地堆砌在彼此的上方——黑色方块基本上出现在黑色方块之上，浅色方块基本上出现在浅色方块之上，等等。这说明，一个国家所发生的事情，在其他大多数国家中，同时也在进行。

这就是它给我们的启示。如今，我们在媒体上已经很少听到这种说法了，但图 63 告诉我们，各国的经济事件自古以来就不是那么独立的，因此，在将来应该也会这么互相影响。

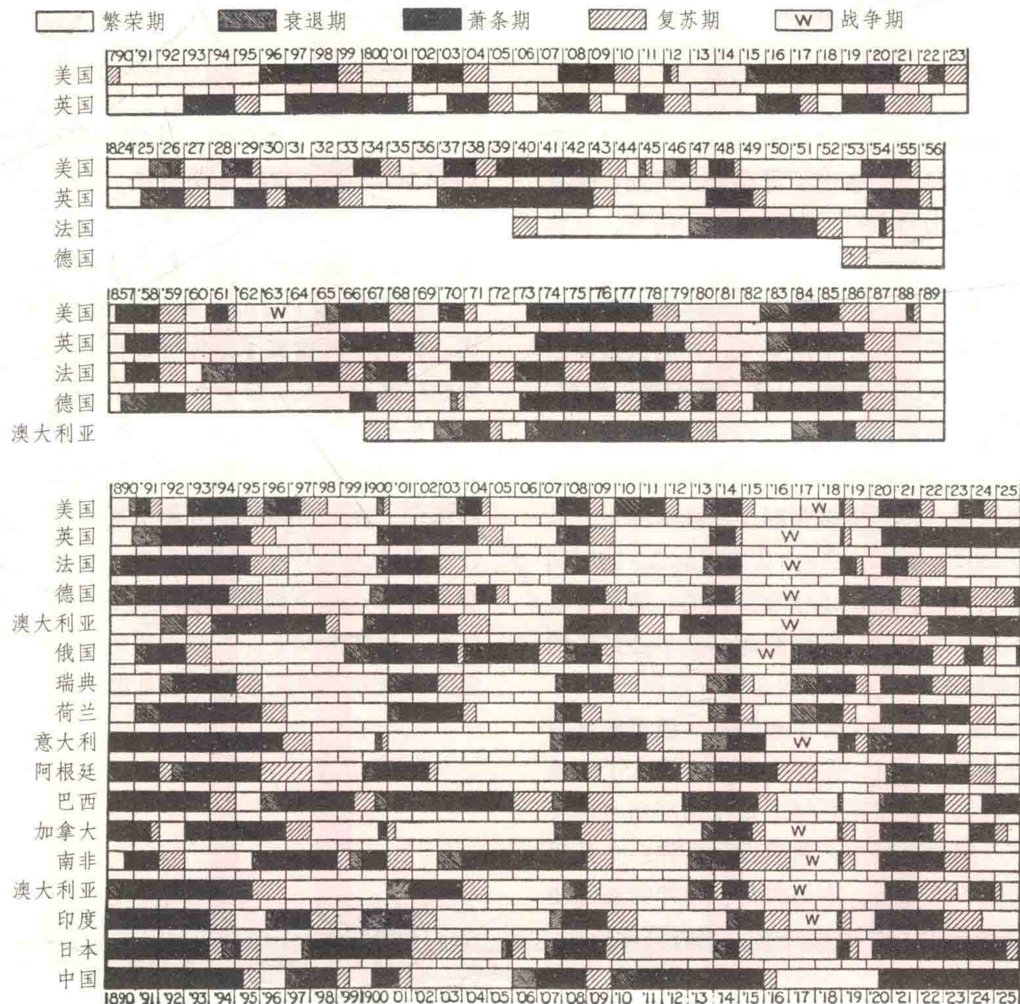
经济的下滑（黑色和灰色方块所示）通常都是全球性的。当然，总会有一些国家会首当其冲成为第一个，而还有一些国家则可以多抵御一段时间；有些国家在经济下行期中要受损严重些，而有些则可能会被影响得轻微一点。但一旦这场经济“流感”开始肆虐，全球几乎没有哪个国家可以避免受到影响。

人们很难相信这一点。他们总是愿意相信我们能尽自己的最大努力去反抗潮流的影响。但事实是，很少有国家或者个人能够做到这一点。即便如此，很多的经济理论都认为，一国应当尽量避免受世界其他国家的太多影响。当然，经济学家从来都不是优秀的经济预言家，并且，历史事实将明显比理论的说服力更具有权威。

与本书其他图所证明的观点一样，没有国家能够成为经济孤岛。这里有两个极大的讽刺。一个说当一国用尽全力想要脱离全球经济发展的大势时，它往往会结局更惨。另一个说，政治家们往往会因经济的发展而为自己邀功，殊不知其实同期全球的经济都在发展；而如果经济出现了下滑，政治家们往往就会在国外事件影响方面去找原因。一旦经济的衰退已经开始影响全球了，政治家们其实是无力使本国幸免于难的。不过，对投资者来说，则可以时刻保持警惕，关注本国和全球其他地方正在发生的差异性事件可能造成的影响（详见图 42）。无论是国内商品市场、金融市场还是其他方面，都无法逃离海外趋势的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 63 各国的经济周期概述：1790 ~ 1925 年



资料来源：Wesley C. Mitchell, *Business Cycles, The Problem and its Setting*, National Bureau of Economic Research, New York, 1927.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

64 失业率与1%法则

曾经在历史上，股票市场的兴衰与经济的衰退联系非常紧密（详见图25）。不过，失业率与经济衰退之间的关系也不可小视。因此，稍微转换一下，你也可以尝试将失业率作为是否买入股票的警示信号，具体操作方法如下。

在图64中，用曲线代表失业率水平，而背景中的阴影部分则代表经济衰退期，白色部分表示经济扩张期。失业率用寻找工作的人数除以就业人数与寻找工作的人数之和来表示。请注意，从图中我们可以看到，失业率在经济扩张期下降，而在经济衰退期则上升，趋势十分明显，而且你对此应该不会感到惊奇。但是请注意，两次经济衰退期之间的失业率升降情况是非常均匀的。举例来说，在经济扩张期，失业率的上升从来没有超过1%（参考左纵轴上的刻度），但是在一个衰退期前2/3的时间里，它至少会上升1%以上。相反，如你在图25中所见到的，股票市场往往是在经济衰退发生之前就率先开始下行，等到衰退期差不多过半的时候，股票市场便能提前感知到美好的未来，然后股价就开始飙升了。

这引导我得出了我的“1%法则”，即如果你不想错过在股市底部买入的机会，那么，当失业率上升达到1%时，你便应当满仓投入了。虽然跟其他任何指标一样，这个法则也不能保证百分之百地预测到市场底部的出现，但它确实可以将你带入到比赛场中，然后提示给你一个几乎完美的击球机会。通常在这种情况下入场后，不出数月，纯粹的底部便会出现。当然，你还需要一些其他的工具来校正底部出现的具体位置，但是这个指标绝对是一个很好的开始。

换一种说法就是，在失业率还没有上升到1%之前，周期性的股市底部是不会出现的。一个很好的例子是1970年，当时，股票市场从1968年12月开始就一路下跌，而失业率则从1961年开始就一直在下滑。不过，从1970年年初开始，失业率突然猛烈上升，这提示我们应该注意了。到春天的时候，失业率上升达到了1%；而道琼斯工业指数则在5月26日到达了底部，为627点。如果你当时按照1%法则进行操作的话，你就应该偷笑了。你可以自己将这个法则应用于其他股票市场的周期性底部前后去实验一下。

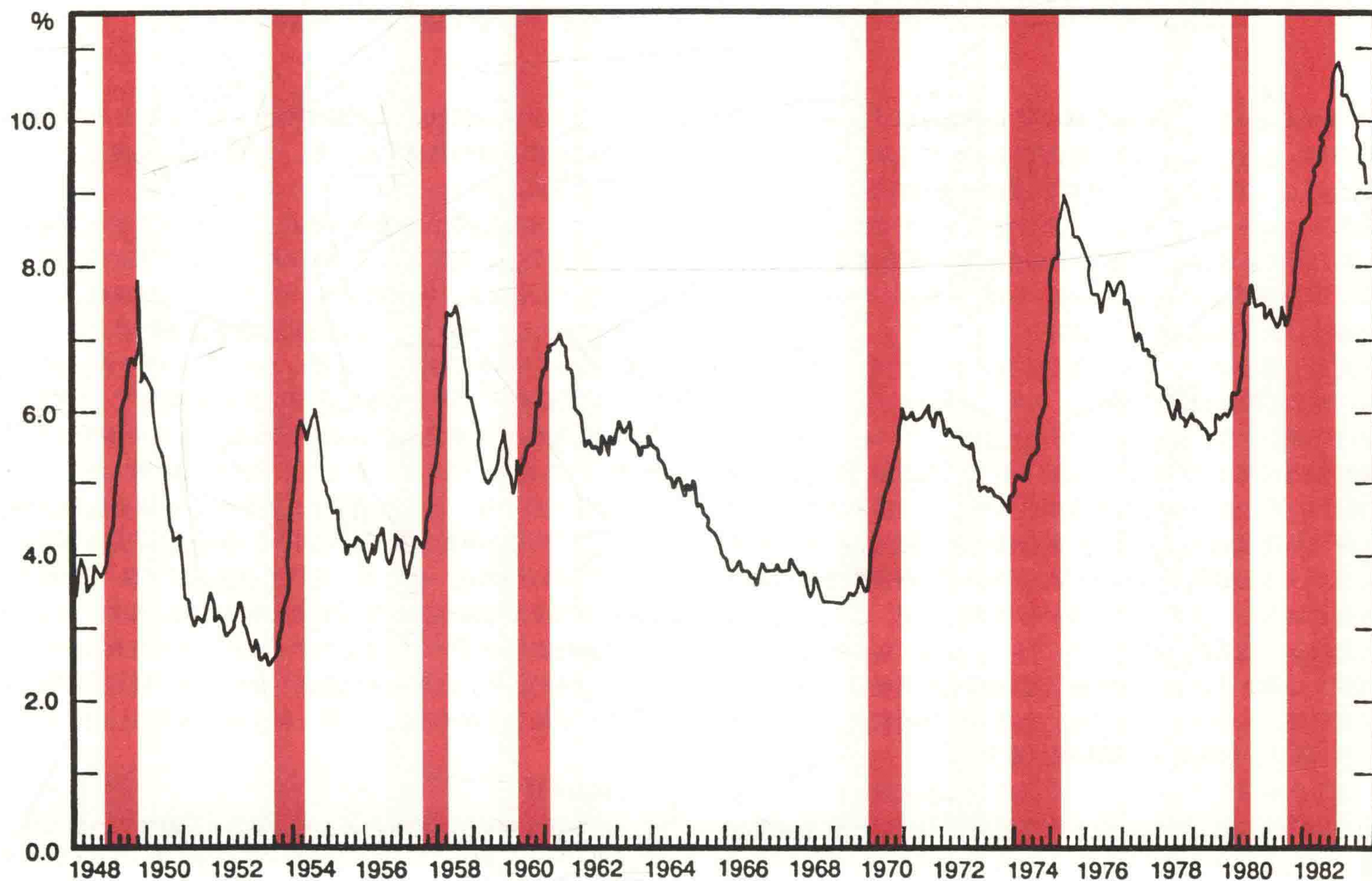
失业率无法告诉我们市场顶部会在什么时候出现，相对于顶部来说，它与底部的联系要密切得多。这是因为股市作为经济的晴雨表是领先于经济的，在经济弱势期开始发展之前，股市就会先行下跌了——而失业往往是经济走弱以后才出现的。不过，从这幅图中我们也可以看出，除非失业率连续下跌两年以上，否则，股票市场的重大顶点也不会出现。那么，通常情况下，我们到哪里能看到失业率的数据呢？除了其他出处之外，最方便的就是《巴伦周刊》每期的封底。

再版补充

如果你将这幅图中的数据更新到2007年，上面这个1%法则仍然是成立的。这实在是太美好了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 64 （剔除了季节性影响之后的）民工失业率走势：1948 ～ 1983 年



资料来源：U.S. Bureau of Labor Statistics.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

65 汽车销量与股票市场走势

“注意！小心 crash！”crash 这个词在英文中既可以指市场崩盘，也可以指汽车相撞。不过，如果汽车的销售情况崩溃了，那么，股票市场可能很快也会崩盘，再下来，整个经济发展都会遇到问题。如图 25 所示，股票市场的走势是可以用来预测未来经济的发展趋势的，但是，如本图所示，我们其实还可以根据汽车的销售情况来判断股票市场的走势，这两个要素之间的联系也是分外紧密的。与图 25 和本书中的其他图类似，图中阴影部分表示经济处于衰退期当中。

请注意观察，看起来，汽车销量总是在经济衰退期到来之前就先行下滑——而且通常还提前比较长的时间。只有在 1960 年的时候，还没有等汽车销量出现多少下滑，经济就已经开始衰退了。在 1981 ～ 1982 年，也是汽车销量刚刚出现下滑，经济就开始下行了，汽车销量的下降正好出现在 20 世纪 80 年代的经济萧条期当中。为什么在经济萧条期到来之前，会先出现汽车销量的下降呢？汽车的售价不菲，而且属于耐用消费品，很多人在买汽车的时候，都不会一次付清全款，而是要借助汽车贷款。在经济衰退期当中，人们恐惧出现经济拮据的情况，因此很少有人敢冒风险去买汽车。随着汽车越开越旧，当人们看到广告中的新车宣传时就会感到怦然心动，于是社会中的被压抑的购车需求慢慢上升。随着经济发展慢慢回温，人们不再那么恐惧，那些被压抑的需求就会一下子被释放出来——而且常常是同时全部被释放出来。

这时，就会发生两件事情。首先，大部分早就想买新车的人会赶紧换新车，满足他们的梦想。其次，由于汽车消费者的信贷风险是最糟糕的（相对于 IBM 计算机和住房按揭消费者来说），因此，随着经济扩张的到位和利率开始上升，很多潜在的汽车买家会被银行切断贷款供应。在这两方面因素的共同影响下，汽车销量就会出现直线下跌，而此时经济还不会马上就陷入混乱，因为那些刚换了新车的人还在急着买入便宜的消费品，比如衣服和其他奢侈品等。（注意，在经济复苏之前，并没有出现汽车销量的上升。）

不过，这幅图最绝妙的地方还在于汽车销量的变化方向与股票市场的走势是非常一致的。20 世纪 50 年代，汽车销量达到了顶峰；股票市场也在 1952 年见顶；汽车销量在 1955 年再次达到顶峰，而股票市场也在 1956 年见顶。1959 年，汽车销量和股票市场同时见顶，并且这样的故事在 1965 年（均为经历衰退期）、1968 年和 1972 年一再重现。不过 1976 年就不灵了，股票市场比汽车销售市场提前了 18 个月出现顶部。但是，就像你一再重复见到的那样，没有什么在市场中是绝对万能的。到 1981 年的时候，汽车销量和股票市场走势又同期达到了顶峰。

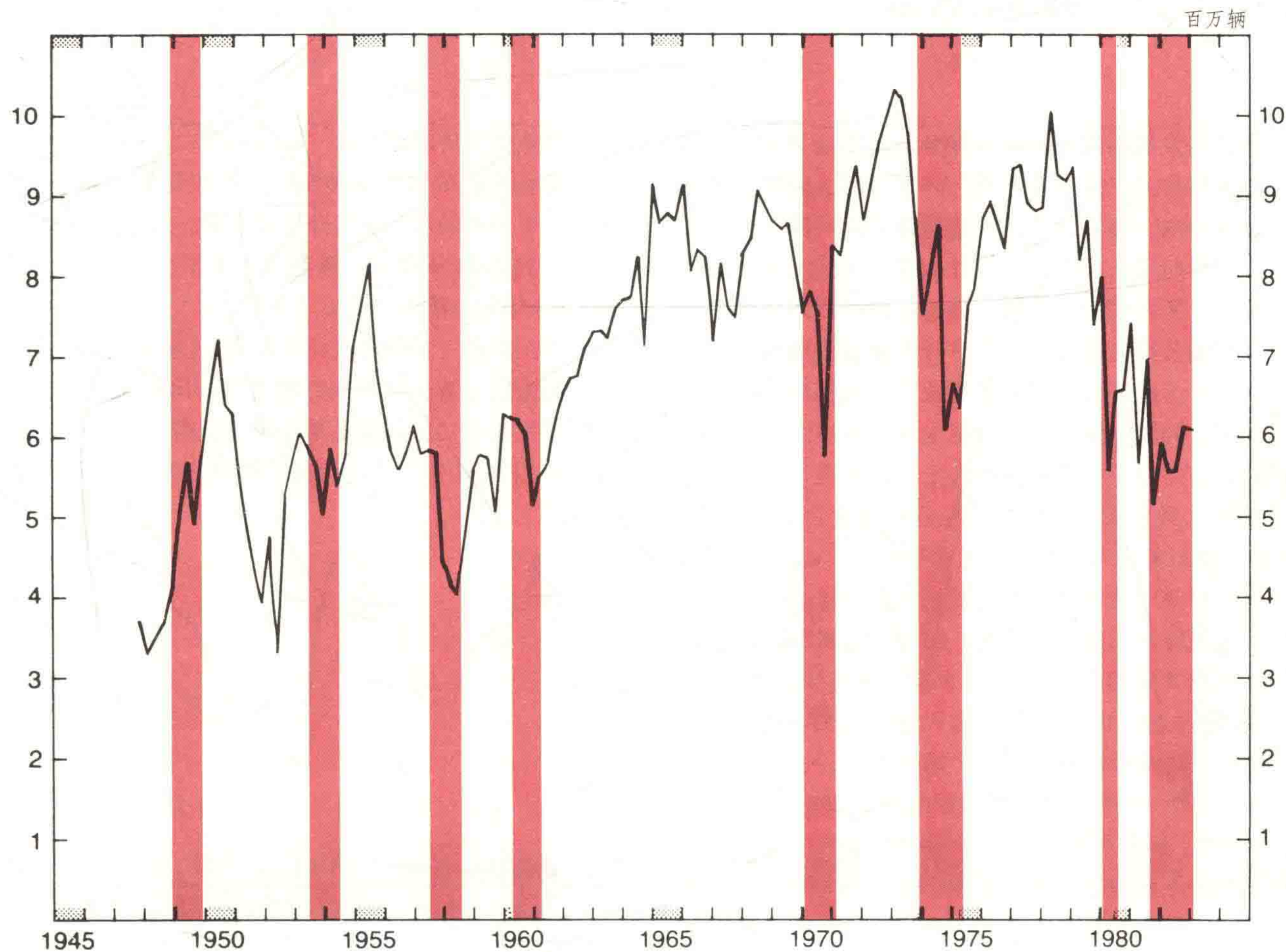
有什么启示呢？当汽车销量上升的时候，别指望股票指数会下跌多少。并且，当股市真的开始下跌的时候，请调查一下是否同期的汽车销量也在下滑，以判断这一次是否会是持久且深幅的下跌。《巴伦周刊》上会按期登载汽车销量信息。在我写作到这里的时候，很多价值股投资指标都显示市场还在熊市当中，但因受利率下滑和汽车制造商提供低于市场利率的汽车贷款的影响，汽车销量仍然还在继续繁荣。随着利率的下跌，坚挺的汽车销量能让乐观的投资人看到一丝希望，增强他们的投资信心。

再版补充

由于现在的美国人已经比过去有钱多了，获取贷款也更方便，贷款利率也更容易让人接受，而且汽车交易额目前也只占国内生产总值很小的一部分了，因此，我已经不再怎么使用这个指标了。不过，从历史的观点来看的话，汽车销量与股票市场走势之间的这种关系还是很有意思的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 65 国内的新车销量（不考虑进口部分）：1945 ～ 1983 年



注：阴影表示经济衰退期。
资料来源：Federal Reserve Board.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

66 住房开工量：逆向观察

你是怎样预测未来经济发展的呢？其中一种办法是不走寻常路，倒着去看住房开工量：如果住房开工量持续上升一阵了，那么说明经济可能会变糟糕一段时期；反过来，如果住房开工量持续下降一阵了，那么说明未来经济将会红火一段时期。那么，到底什么是住房开工量，为什么我们要考虑这个指标呢？所谓住房开工量，是指任何时候修建居民独栋住宅或者类似住宅功能的公寓楼的数量。住房开工量总是周期性波动的，是整体经济的一个重要组成部分。如果住房建设市场都垮掉了，那么经济也不可能强大起来；同时，住房建设市场也不可能连续很多年都发展强劲，因为这样的话会导致市场会出现供大于求的状况，经济就会过热。当住房开工量连续上升两到三年以后，经济往往就会出现疲软，并需要进行调整。因此，我们应当对此留心进行观察。

当住房开工量达到每年 200 万栋时，上述结论尤其成立。这幅图中列出了 1950 ～ 1979 年的住房开工量变化情况，同时，还列出了真正的住宅固定投资（RRFI）数据变化情况。RRFI 的含义与住房开工量类似，但是构成和理解都更复杂一些。因此，我们可以暂时不管 RRFI 的变化，单是住房开工量数据已经足以说明问题了。请看图中，住房开工量在 1972 ～ 1973 年达到了顶峰——每年开工数量都达到了 200 万栋以上。接下来，还记得 1974 年吗？那是所有战后萧条期中最坏的一年，恰好就出现在这些巨大的住房开工量数字之后。在 1977 ～ 1978 年，巨大的住房开工量之后出现的，就是我们称之为滞涨（stagflation）的时期，即物价飞涨，而经济发展停滞不前。所以，如果住房开工量连续多年上升，尤其是如果超过了每年 200 万栋这个数量，就足以提醒聪明的观察家们未来可能会出现麻烦了。

那么最近的情况如何呢？你可以每周注意看《巴伦周刊》的封底，了解一下当前的年化住房开工量水平。从 1983 年以来，住房开工量持续上升，到 1986 年年初，重新又冲上了 200 万栋的水平。这已对 1987 年和 1988 年的经济形势发出了预兆。

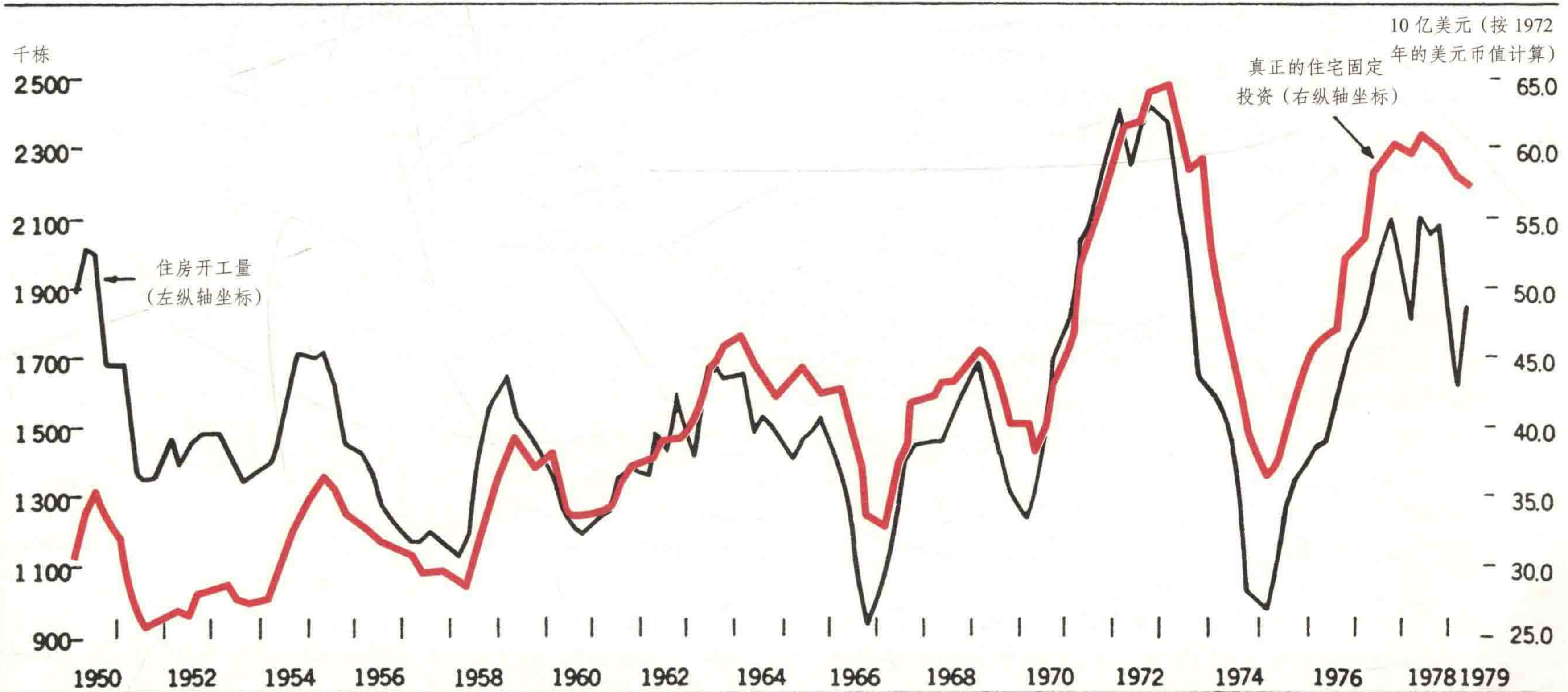
本图出自《新英格兰经济评论》（*New England Economic Review*）一书，是由位于波士顿的联邦储备银行出版的。图中的原始数据取自美国商务部发布的“当前商业活动调查报告”（Survey of Current Business）。你也可以在图书馆里找到这个资料来源，然后得到每年的住房开工量数据。

再版补充

住房开工量这个数据目前仍然十分流行，尤其是在 2007 年，很多人都在为房地产市场的价格泡沫破裂而烦恼的时候。不过请记住，如果大家都在关注同一个东西，而且对它做出同样的解释和结论时，靠这个指标来预测市场就不灵了。你必须要掌握一些别人不会的东西才行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 66 住房开工量与真正的住宅固定投资：1950 ～ 1979 年



资料来源：*New England Economic Review*. Federal Reserve Bank, Boston, 1979.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

67 英国的失业率变化情况

很多人都认为，除了20世纪30年代那段时期和最近以外，失业率一直都不是太高。如果我们只从20世纪20年代开始看的话，情况确实是这样的。但是如果我们看得更久远一点，这种说法就不成立了。在19世纪后期，当英国还占据全球经济和军事霸主地位时，失业现象就像孩子们玩的悠悠球那样来来回回。如图67所示，英国的失业率经常高达7%，甚至还有好几次达到了10%和11%——这样高的水平，即使是和美国最近的情况比，都有点过分了。

这幅1929年的图出自A.C.庇古先生的著作《工业波动论》。庇古先生当时在剑桥大学任教，是那个年代里最为卓越的英国经济学家，在那之后便发生了所谓的凯恩斯革命。目前，他书中的图受世人关注并不多，很多可能甚至都被大家遗忘了。但是直到今天看来，英国经济历史都是非常重要的，因为英国在19世纪晚期的地位与我们今天的世界还是有很多共同点的。

由于美国最近的失业率已经突破了20世纪30年代以来的记录，因此，让我们一起来看一看英国当初的周期性失业情况并找一找共同点。首先，请记住英国当时是西方各国的驱动力，就像今天美国的地位一样。美国现在的贸易额占到了全球自由贸易总额的一半，当时的英国也是这样的。如今，其他国家都购买美国国债作为它们的中央银行货币储备，但在当时，大家都争着买入英国公债。

最重要的是，请注意在庇古的这幅图中，失业率的波幅非常大。但是如图47和图49所示，相对于其他国家来说，英国的商品价格和利率波幅并不算大的，因此，为什么它的失业率会像悠悠球轨迹这样摇摆不定呢？

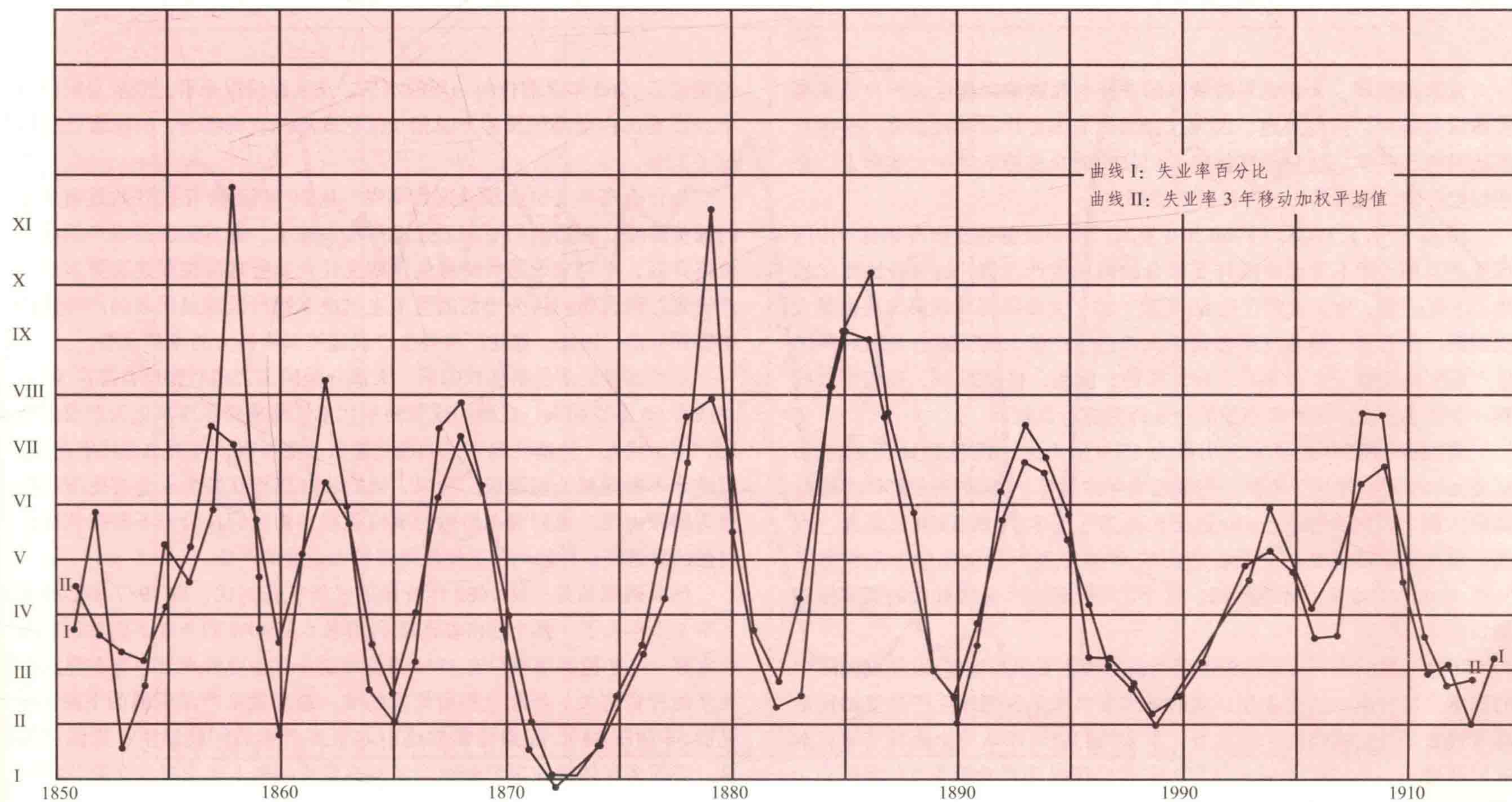
其他国家将它们的失业率都转嫁给英国了。由于英国坚守金本位制，它的货币价值相对是固定的——因此就像一只被动的鸭子，容易成为冤大头。每当全球经济下滑时，其他国家为了获得英国的国际贸易份额，都纷纷通过通货膨胀将自己的货币贬值，使他们的产品更具有国际价格吸引力。当然，这种做法仅在短期内有效。虽然最后随着通货膨胀的影响，这些通货膨胀国家的成本在短期内也会升高——但是在短期内，增大货币发行量确实能加大本国产品的国际需求，同时还能提高本国的就业率，但这是以牺牲英国的就业率为代价的。

今天的美国就是这只被动的鸭子，只不过不再全是通货膨胀的问题了。联邦政府为日本公司提供补助贷款，国有的公司不需要盈利而且可以卖得非常便宜，当然，通货膨胀的影响也是无法避免的。美国之外的其他国家都知道，要让自己的失业率保持在较低的水平上，唯一的办法就是尽快将产品出口给美国。因此，比如在1982年的经济衰退期中，美元的价值相对于其他国家的货币价值上升了。接下来，比如在最近的经济复苏时期，美元的价值和失业率才终于降了回去。

那么，最后有什么结论呢？虽然最近美元在贬值，失业率也重新下降到了6%的水平，但当下一次经济下滑期来到时，预计这两者都将迅猛上升——其他国家都想要保住自己的就业水平，从而将失业人口“挤”到美国来。对美国来说，唯一的选择就是让自己的通货膨胀比其他国家的更厉害，但是，根据过去的经验，这样做的结局一样很糟糕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 67　英国的失业率走势：1850 ～ 1914 年



资料来源：A.C. Pigou, *Industrial Fluctuations*, Second Edition, London: Macmillan & Co., Ltd., 1929.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

68 一个关于资本支出的神话

大家都知道，大企业对持续性的兼并与收购的兴趣远大于自己去辛苦建设基础性厂房的兴趣，因为这样做的成本要比以前低很多——这种说法对吗？其实，这只是媒体向我们鼓吹的众多神话之一，实际上，企业对投资建厂的兴趣比过去任何时候都大。

图 68 展示了 1900 ~ 1960 年企业对厂房与设备的投资占私有产出国民生产总值（即不考虑政府开支部分的国民生产总值）的百分比变化趋势。乍眼一看，你会看到在这 60 年里，除了大萧条时期和第二次世界大战期间，企业通过资本支出方式扩大自己生产能力的支出占非政府国民生产总值的比重一直在 7% ~ 10% 徘徊，因此，根据图 68，我们可以找到一个长期标准，用来跟当前的企业行为进行比较。

美国在 1985 年的资本支出额为 4760 亿美元，相对于 10 年前 1630 亿美元的水平，增长了不少。按最近十年中每年 7.5% 的通货膨胀率进行调整，那么，10 年前的 1630 亿美元相当于 1980 年的 3370 亿美元。因此，调整通货膨胀影响之后，当前的 4760 亿美元投资实际上是在每年 3.5% 的增长率水平上才达到的，这个比率已经高于美国社会的真实经济增长率了。

不过，我们真正需要比较的是当前的资本支出与这幅 60 年期的图中的资本支出情况。如果企业目前的资本支出水平占国民生产总值的比重高于过去经济全盛期的平均水平，那么我们就可以认为企业目前的资本支出非常充足。根据美国的预算，非政府国民生产总值为 2.9 万亿美元上下，因此，4760 亿美元占到了其中的 16%，这个比重是非常高的，已经超过了 1960 年之前任何一年的水平。从实际情况来看，企业目前的资本投资支出占全部国民生产总值（包括政府开支的部分）的比重已经超过了 12%。

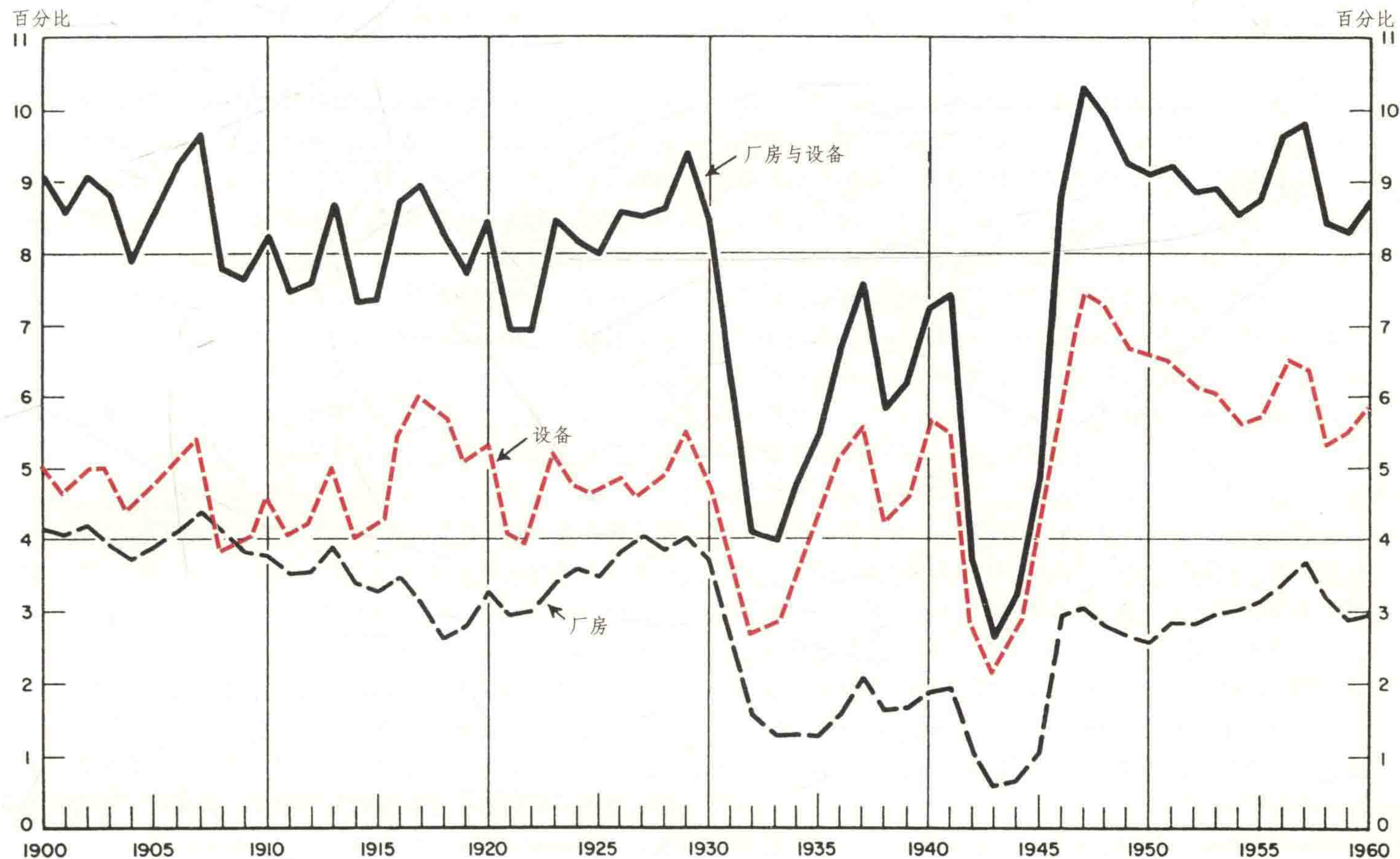
为什么资本支出金额会这么高呢？从 20 世纪 60 年代开始逐渐升温的通货膨胀让制造商们更想要建造厂房设施了。通货膨胀使得产成品的价格升高，而对未来通货膨胀的预期又让企业管理层想要建造更多的生产设施，因为他们认为当前的资本支出成本都可以通过未来的产品涨价来得到补偿，因此，修建厂房等生产设施可以有巨大的盈利预期。

不考虑最近的价格疲软因素，大部分美国大公司的管理者都是 50 多岁或者 60 多岁的人，在他们成长的年代里，通货膨胀现象更为严重。因此，这一代人一生都在赌未来的通货膨胀会更厉害，并且总是能够赌赢，因此才不断地被公司提拔。所以，他们现在仍然在赌未来会有更厉害的通货膨胀出现，他们现在所做的事情就跟当初他们在公司不断得到提拔时做的事情是一样的——不停地提议扩大企业的产能。

然而讽刺的是，从 1982 年开始的经济扩张时代，到 1987 年已经进入第 5 个年头了，整个经济在产能利用率不足 80% 的条件下仍然运行得非常好——产能利用率只有 80% 当然跟这一代企业管理者一直在埋头扩大产能投资有关。产能过剩所带来的唯一结果就是产品价格的下跌（详见图 56 和图 84），而通货紧缩将引起更多严重的问题发生。更讽刺的是，当很多媒体都在报道企业已经不愿意进行资本支出时，企业花在厂房与产能建设方面的投资却更多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 68　企业的厂房与设备支出占私有产出国民生产总值的百分比变化：1900 ～ 1960 年



资料来源：George Terborgh, *60 Years of Business Capital Formation*. Reproduced by permission of the publisher, Machinery and Allied Products Institute, 1200 18th Street, N.W., Washington, D.C., copyright 1960.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

69 南非的黄金：到底有多重要

南非金矿的产量对全球经济真的有那么重要吗？很多人都这么认为，但是如果你仔细研究一下图 69，你便不会同意他们的看法了。当你真正了解情况以后就会发现，全球的黄金产量对经济的影响都不那么重要。为什么这么说呢？首先，让我们来看看为什么大家会认为南非的黄金产量是重要的。全球大部分黄金和铂金都产自南非，图 69 中列出了 1950 ～ 1983 年全球不同产地的黄金产量情况，在图中可清楚地看到南非的年产量，即靠近底部底色最浅的那一部分。中间部分表示其他西方国家自由市场或资本主义经济体的年产量之和，而位于上方颜色最深的部分则表示共产主义国家黄金产量情况。

乍眼望去，在这 35 年当中，似乎南非的黄金产量占全球总产量的比重在不断增加。但这种表象是具有欺骗性的，因为纵轴坐标的起点为 10，而不是 0。在 1960 ～ 1972 年，南非在全球黄金市场中所占的份额确实在上升，但很快就跌回到了 48%，与它在 1950 年左右的水平相当。另一方面，共产主义国家的黄金产量在不断增加，1950 年时，他们所生产的黄金大约占全球黄金产量的 10%，但到 1983 年时，这个比重就上升为 29% 了（即 13 除以 45 之商）。同时，包括美国在内的自由市场经济体所产出的黄金占全球黄金总产量的比重从 46% 下降为 22%。因此，在共产主义国家的产量上升而其他国家的产量下降的共同作用下，南非的市场份额基本保持着不变。

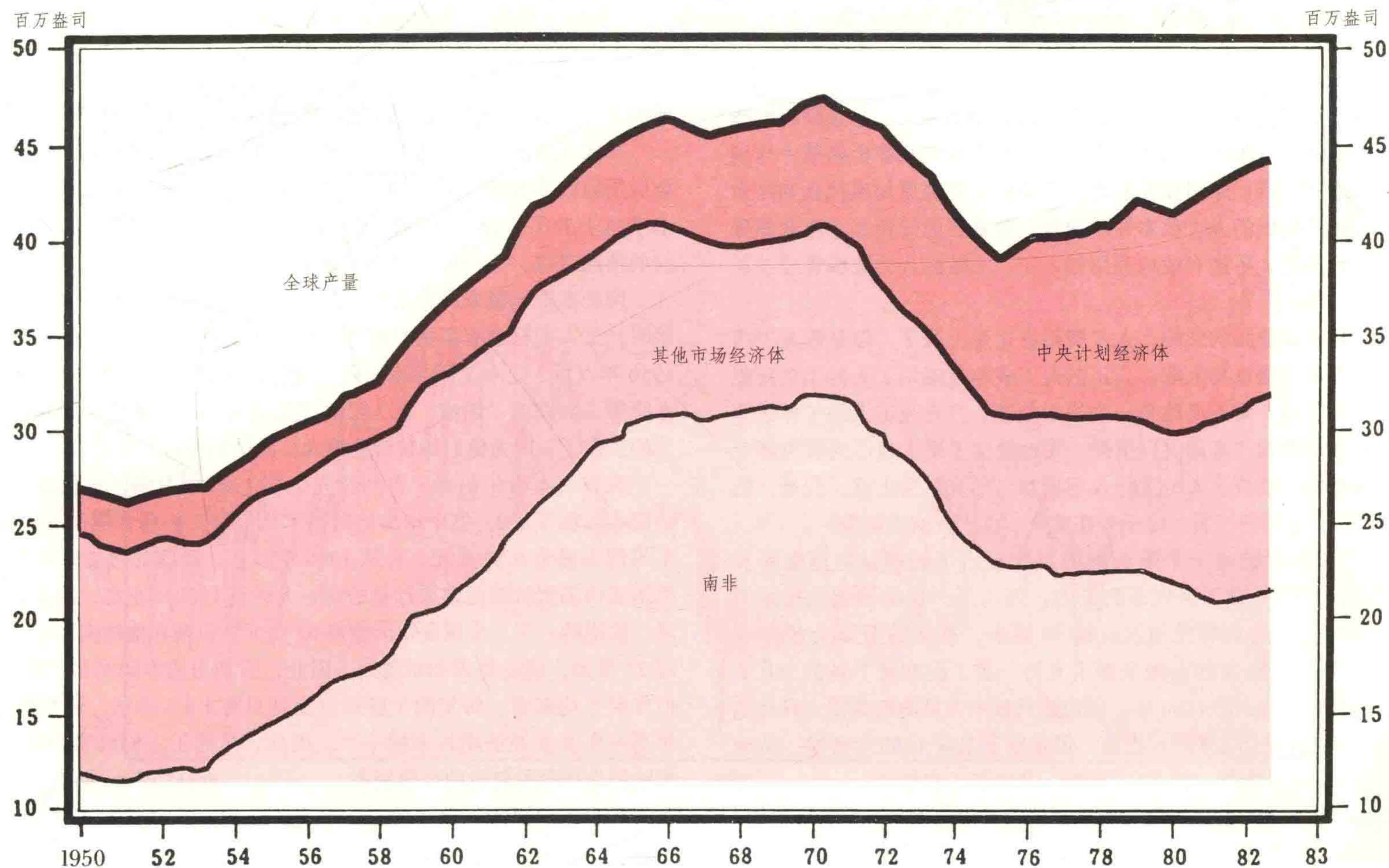
有人认为，图 69 说明我们的未来堪忧。毕竟，我们正在失去某些人认为对社会来说非常重要的一块市场份额。也许听起来应该如此，但实际上不是。请看，全球黄金总产量为 4500 万盎司，每盎司黄金的价格为 400 美元，因此总产值只有 180 亿美元。180 亿美元听起来很多，但其实只是小菜一碟，单是德士古（Texaco）石油公司或者 IBM 公司的年度销售收入就是它的两倍了，不足美国国民生产总值的 0.5%，因此对社会的影响其实并不大。所以，无论是从你的道德还是法律信念的角度，南非的黄金生产是好是坏对全球经济的影响其实是不大的。即使是整个南非股票市场的市值也只有 550 亿美元，仅相当于 IBM 公司市值的 2/3 而已。

那么，黄金对世界经济发展的影响如何呢？金本位的货币制度是不是合适呢？如今，全球的国民生产总值已经非常巨大，要实行金本位制的话，即使把黄金的价格涨成了天价，全球的黄金储量都是不够的。你也不能靠泡沫来解决问题（泡沫就意味着通货膨胀）。从工业革命中解放出来的真实增长率是非常惊人的，现在全球的国民生产总值已经比当时的 20 倍还要高了，而且主要是由工业和服务业所推动的，不再单靠农业了。

类同黄金本位制的货币制度可以起到一定的作用（详见图 47），但它需要这些资产的整体价值超过黄金的价值很多，即使现在的金价其实已经非常高了。有些人讨论过可以将一系列资产组合为一个篮子，然后用这个篮子里的资产去支撑的货币制度。黄金可以成为这些资产的组成之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 69 全球黄金产量变化：1950 ～ 1983 年



资料来源：Goldman Sachs, New York.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70 劳动力成本真的过高吗

现在的企业简直没法赚钱，因为工人的工资太高了，是这样吗？毕竟，很多的美国公司都因为海外的人工成本便宜而无法在价格战中与别人竞争了，对吧？错！原因在于国外的竞争对手有着更加现代化和高效率的工厂。虽然我们的人工成本并不便宜，但真正的短板在于企业领导者的创新意识不足，不能有效地利用好人工。无效的人力资源管理总是会使企业付出代价。

当然，受通货膨胀的影响，人工费用肯定是上涨了，但是靠人工所生产出来的产品价格也在上涨。真正的人工成本只能用工人的工资所能买到的东西来衡量，而不单纯是一个货币金额。只有当工人的工作效率提高了，他才能得到“真正的”报酬。无论是由于工人自己的努力还是管理部门的督促，随着工人的工作技能增加，工资就会上涨，但是，既然工人的产出上涨得更厉害，谁还会在意这一点工资的增加呢？

图 70 对这个问题从一个更长期的角度进行了说明，它用食品和衣物等消费品的购买情况来代表购买力，列出了一位英国建筑技术工人在 690 年内的购买力变化情况。图 70 显示，真实的劳动力成本在 1264 ~ 1450 年这 186 年的时间里翻了大约一番，但在接下来的 180 年里，又很快跌了回去。在 1800 年，一位建筑技术人员的购买能力只比他 200 或者 500 年前的祖先多出一点点。但是接下来从 1800 年开始，劳动力的真实成本便开始上升，到 1954 年时，几乎翻了四倍。

这说明了什么呢？要想找出答案的话，请再拿出你的财务计算器来。将 1800 ~ 1954 年购买力的陡峭上涨换算为年复利真实工资水平增长率的话，也就是每年 1% 而已，听起来算高吗？请再想想。在同期内，国民生产总值的真实增长率在每年 2% 以上，这说明虽然工人的薪酬确实增加了，但他们所创造的价值增长得更快更多。大家是共赢的。

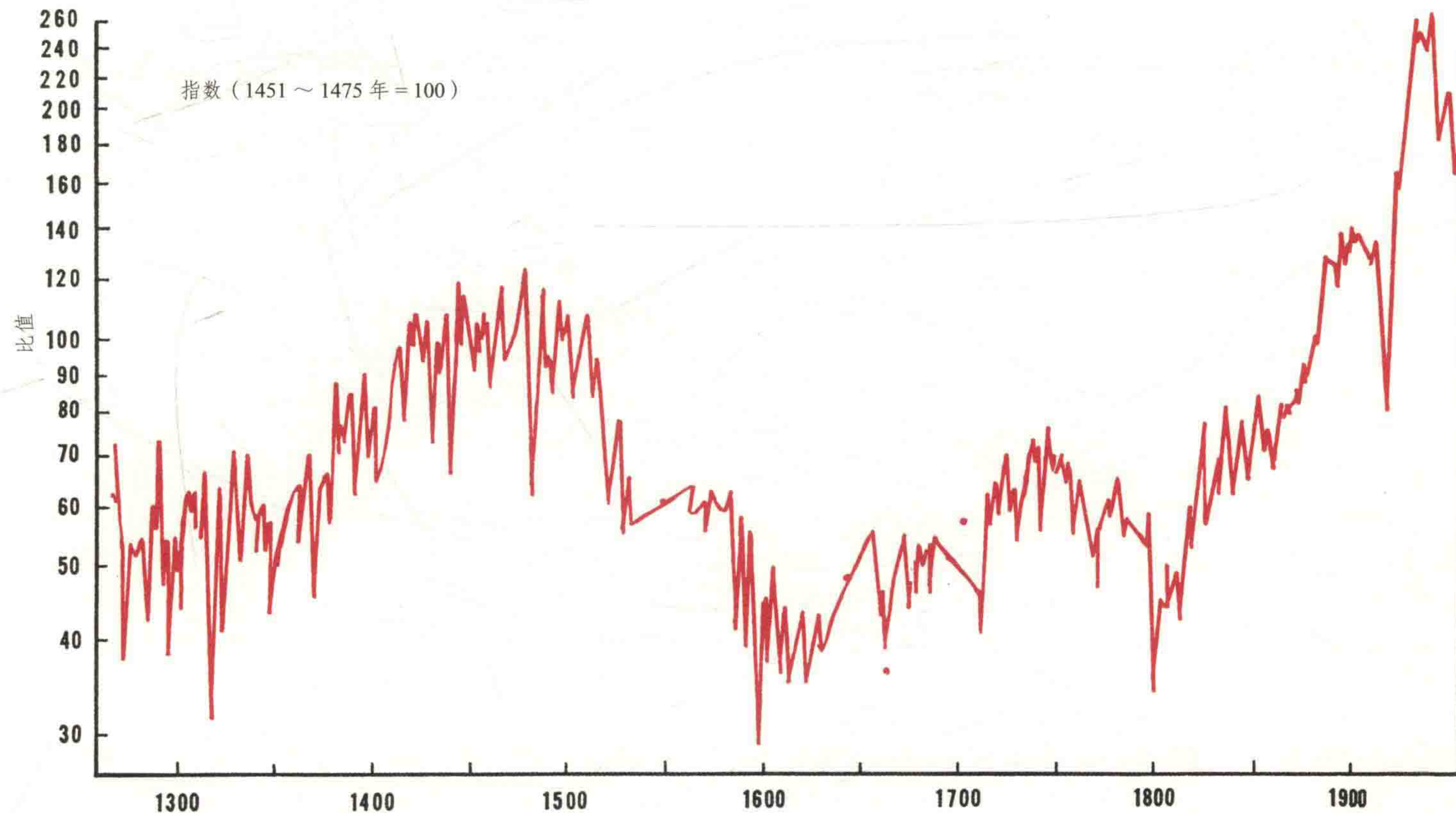
真实工资水平的大部分上涨发生在全球工业革命时期，当工人们学会应用以前不敢想象的工具时，他们的真实生产效率提高了，当然薪酬水平也上升了。1900 年的技术人员有了大规模生产技能，相比 100 年前的情况来说，生产效率提高了很多，工人们可以用手摇曲柄钻进行钻孔，用勘察望远镜来确定水平，或者用尖嘴钳翘起圆头的钉子。到 1950 年时，工人们已经有了更好用的工具，手提钻、钉枪和混凝土锯等，而 1950 年以后，还有了激光水平仪、能将钉子射入混凝土的枪、塑料管道系统等。现在的“懒惰”工人已经不需要再像以前那样努力就能完成更多的工作了，因为他们的装备更强大，而他们懂得怎样利用这些工具了。

我有一本哈尔伯特 · 吉列特先生在 1907 年写的《承包商与工程师的成本数据手册》，书中指出当时技术熟练的工头每天能挣 6 ~ 8 美元，平均值大概为 6.50 美元。自从 1900 年以来，美国的通货膨胀率情况如果用居民消费价格指数来计量的话，大约是 1000% 左右，因此，换算过来，这样的一位工头现在每天能挣 65 美元，但现在他的实际收入是每小时 25 美元，或者每天 200 美元。因此，劳动力成本确实是上涨了不少，但如果平均来看，每年的上涨幅度也就只有 1.3% 而已，还不如过去 85 年当中年真实经济增长率的一半。因此，虽然工人们确实挣得更多了，但他们为社会所创造的价值更大。

几个世纪以来，挫败的企业领导人一直在报怨劳动力成本太高了，但是请相信这幅 690 年期的图所告诉你的事实。现在的劳动力成本其实并不高，并且，如果按过去 700 年的情况来看的话，在你的毕生之内，劳动力成本都高不起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 70　一位建筑技术工人的等价工资率（用英国南部的综合消费品实物量表示）变化趋势：1264 ～ 1954 年



资料来源：E. H. Phelps-Brown and Sheila V. Hopkins, " Seven Centuries of the Prices of Consumables, Compared with Builders ' Wage-rates, " *Economica*, New Series, Vol. 23 (November 1956), p. 302.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

71 用电量与经济增长

图 71 可能是本书中最难理解的一幅，不过它所讲述的故事却非常精彩，所以值得我们费工夫去研究它。图 71 中的曲线告诉我们，我们是如何陷入 20 世纪 70 年代的石油危机当中去的。

图 71 画出了电力行业的千瓦时销量和用调整了通货膨胀影响后的不变美元（以 1947 年币值为基准）表示的国民生产总值变化情况。图中每一个点都表示某一特定年份中的用电量和国民生产总值的关系，每个点旁边的数字则表示那年的年份（比如，52 表示 1952 年）。图中画出了两条线，A 线是 1929 ～ 1945 年用电量与国民生产总值关系的平均趋势线，而更陡峭一些的 B 线则表示 1946 ～ 1956 年的用电量与国民生产总值的关系。因为图 71 是在 1958 年出版的，所以图中 1960 年和 1965 年的点是预计值。实际上，这些预计值是非常准确的。

B 线比 A 线更陡峭恰好说明了第二次世界大战之后的能源用量变化情况。在此之前，如图 72 所示，通过 20 世纪初成立的国内石油公司，比如标准石油公司（Standard Oil）⊖等，美国基本上能够靠自己保障国内的能源使用需求。如果仔细观察图 71 的话，你会发现在那段时期（即 A 线所在时期）里，国民生产总值翻了一倍，而用电量的增长率则为 150%。

但在第二次世界大战之后，情况却改变了。消费者开始拥有各种电器设备，所以当国民生产总值再次翻番的时候，同期用电量却翻了五倍。这种用电量的迅猛增加与美国制造业出产的电视机、洗碗机、电热毯和各种型号的各类电子设备以及数以万计的电灯泡等，有很大的关系，更不用说那些电子火车玩具、圣诞树灯饰等，只要你能叫出名字来的电子产品了。同时期内，天然气的消费量也出现了猛增。到处都有了飞机和汽车，割草机和高尔夫球车也随处可见，处处都需要能源。

同样的事情在整个西方世界上演。自然地，国内的石油产业由于一直按战前的能源与国民生产总值增长关系来预测能源需求，因此当时完全还没有为突然爆发的能源消费需求做好准备。另一方面，石油也不是马上就能发现并开采的。于是，从 20 世纪 50 年代开始，美国对矿物燃料的消费量开始稳定增长（详见图 72），如果仅从总量来看，虽然还不是很大，但每年的消费量上升趋势非常不容小视。

随着美国消费者持续的电子产品消费增长，美国对国外石油资源的依赖性也越来越强。到 1973 年，美国的矿物燃料用量突飞猛涨，这意味着如果美国还想在那个世纪最后的 25 年当中将国民生产总值再翻一番的话，那么石油的用量需要达到第二次世界大战之前的 30 倍才行——而且这些石油大部分都只能从国外进口。因此，石油输出国组织（OPEC）在 1973 年借助他们的全球统治地位搞出了石油危机，这其实就是在向其他国家宣布："要么停止使用你们的电子产品，要么请给我们也分一点好处过来，不然就没人陪你们玩下去了。"

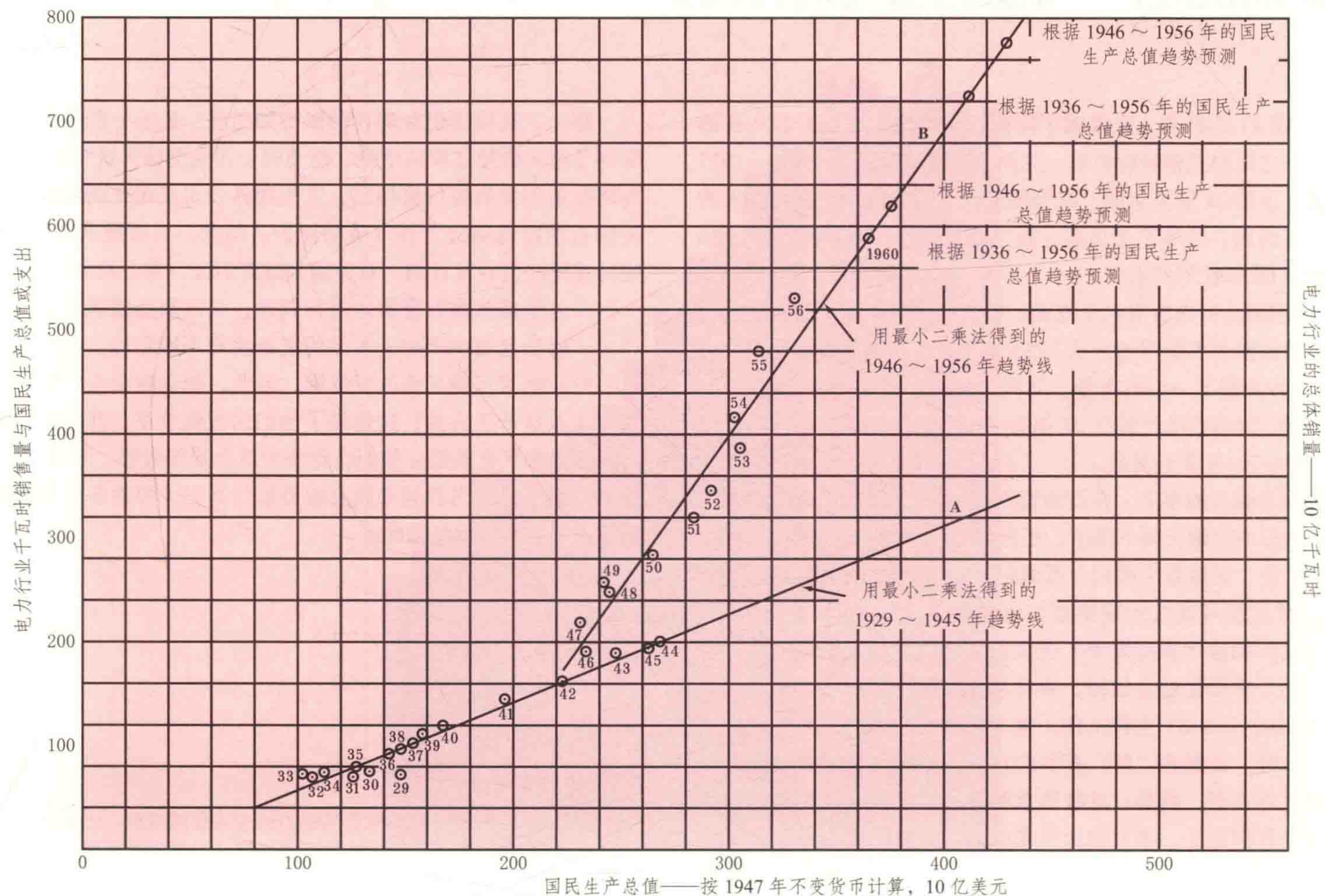
再版补充

技术进步、生产效率的提高和市场压力的影响，已经使得美国人现在对能源的依赖性比过去要减弱一些，而不是更加依赖了。能源用量占国民生产总值的百分比在过去 20 年当中一直在稳定下降。这就是资本的力量。

⊖ 即美孚石油公司的前身。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 71　电力行业千瓦时销售量与国民生产总值或支出之间的关系



资料来源：Lillian Doris, *Corporate Treasurer's and Controller's Encyclopedia*, Volume I, Englewood Cliffs, N.J.; Prentice Hall, Inc., 1958.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

72 原油供应：一个政府参与的传说

图 72 是对图 71 的补充，它说明了国内石油生产、进口石油和石油的总体消费水平之间的互相制衡关系。美国的石油消费量在 1950 ~ 1975 年翻了近三番。如图 71 所显示的，在美国能源消耗总量中，有相当大的一部分来自电能消耗，效率不是很高，而且相关设备难以置换，比如 20 世纪 50 年代人们疯狂使用的电炉。

图 72 真正想表达的内容有三个方面。首先，在不断增长的石油供应中，国外石油的份额在不断增加，从 1950 年左右的几乎零市场份额发展到了 1976 年左右占据了一半的市场。其次，虽然国内的产量也在增长，但增长非常缓慢。国内石油产量在 25 年当中只增长了 54%，年平均复合增长率仅为 1.8%——非常不强劲。

最后，有一个惊人的事实，在石油输出国组织（OPEC）提高了石油价格之后，国内石油产量反而下降了。还记得 1973 年吗？ OPEC 宣布提高石油价格，于是，制造业主囤积与石油相关的原材料，油管遍布美国。从逻辑上讲，而且很多现在的观察家们也相信，OPEC 很快就会失败，但事实却没有真的朝这个方向发展。选民们和媒体纷纷向国会施压，要求国会采取行动。你可能还会记得，福特总统组建了能源部，并任命威廉·西蒙（William Simon）主持工作。接下来，他们采用了非常典型的政府做法——加税，让那些“坏”石油公司不能从 OPEC 的高油价中再次牟利，获取意外之财。但是，这种敌意和政治敏感的政策把这些公司的产油动机也一并限制了，暴利税所带来的后果，是把国内石油公司本来应该通过增加产能、提高石油产量来应对石油危机的自然反应也给限制了。

那么，这段历史对现在的影响如何呢？最近一段日子以来，你应当听到了很多要建立贸易壁垒，使美国公司免受国外进口石油影响的观点。与阿拉伯国家提高价格相反，这些国外公司反而在削减价格，致使很多美国石油制造商极力寻求价格保护。但是，只要政府参与了配额限制、定价或是任何行业计划，对美国制造商而言，都是致命的打击。

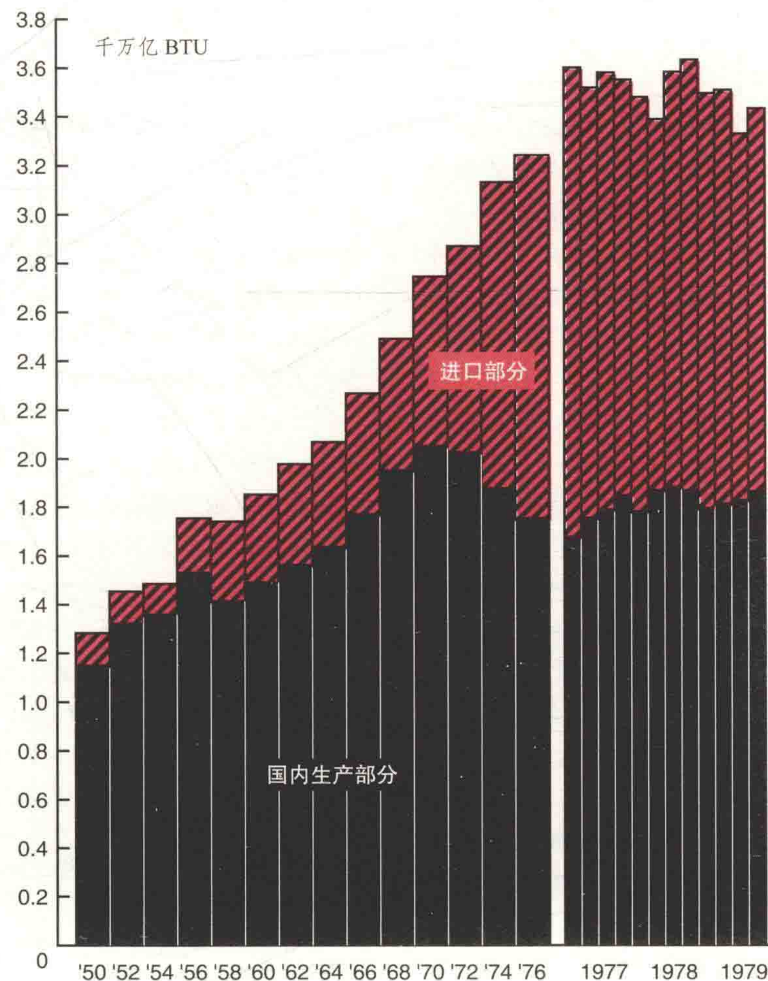
一旦华盛顿政府官僚地进行调控，美国制造商就不会再尽力进行生产了，因为这当中产生了太多的复杂性和不确定性。由于担心几年以后另一批政治家可能又会改变规则，因此，制造商就会对扩大生产并进行现代化改造产生犹豫，这妨碍了他们的投资效率。但是，如果他们不进行扩张和现代化改造，他们在竞争中就会处于劣势。因此，图 72 给我们的最后启示是，当看起来政府想要做什么时，那件事情反而就不会发生了——事实从来都是如此。

再版补充

政府对自由市场的干预常常都引起灾难性的后果。如果国会开始用比如全球变暖这样的事情来讨论能源问题，那么，最后的结果将与以往政府干预的后果一样，变得越发不可收拾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 72　国内的和进口的原油供应情况：1950 ～ 1979 年



资料来源：*Statistical Bulletin* , Vol. 12, No. 12, December 1979, The Conference Board.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

73 学习曲线并不是由得克萨斯人首先发现的

当“学习曲线”这个著名的术语在20世纪60年代被创造出来时，最初是用来描述像德州仪器公司（Texas Instruments）这样的半导体先驱者的，因为它们制造的电子设备越多，所学到的这方面知识也就越丰富。这种全新的产品技术由于在现实世界中的应用还非常少，因此，制造者们只能通过摸着石头过河的方式，琢磨怎么去降低产品的制造成本。随着它们生产的产品越来越多，生产经验和知识也在不停地积累和增加，因此单位制造成本能够稳定下降。

一旦单位制造成本降低，产品需求必然出现增长。晶体管的先驱者们在制定产品价格时，就摆出一副他们已经将成本降下来了的样子。他们接受订单，生产大量的芯片，然后“从学习曲线上一路走过”，照样降低了成本并节省了大笔开支。在此之前，没有人见过这样的思路，想象一下，只是通过制造更多的某件产品，你就可以降低它的成本！直到今天，都还有很多人认为学习曲线是由这些生产晶体管的得克萨斯人发现的。

但其实事实不是这样的！从这幅1913年的图中我们可以清楚地看到，其实电力行业早在20世纪初期就有自己的学习曲线了。请注意每千瓦时电力成本的显著下滑趋势：随着行业产出量的暴增，每千瓦时电力的成本从1896年的12美分下降到了1912年的2美分。所以，晶体管行业的巨头们其实仅仅只是重复了学习曲线而已——差不多每隔50年，学习曲线就会被重新发现一次——与康德拉季耶夫长波理论（请自行参考图84）的50年上升期有着惊人的相似，但这个理论却遭到了很多人的嘲笑。事实上，学习曲线推进了19世纪中叶的铁路业繁荣，20世纪初的电力与汽车产业的发展，以及目前电子产业的昌盛。

为什么学习曲线周期会被融合在50年一次的波浪走势中呢？这其中既有心理的、也有技术的，还有需求方面的原因。在波浪的下行阶段，企业领导学会了削减产量、沉潜待发并避免过度扩张。由于需求量小，此时没有人会去憧憬销量、增长和扩张等问题，因为这样做的风险太大，没有人敢去尝试。这就是为什么在20世纪30年代和40年代没有出现学习曲线，而且好像人人都忘记了这回事的原因。但同样在这个阶段，技术在平稳地累积和进步当中，只是没有被应用于实践而已。

不过，如图84所示，等到50年波浪周期开始升温进入上行阶段的时候，新的增长意识便会显现出来了，各种累积发展的技术全都得以解放和应用。制造商的销量慢慢起来了，开始采纳和使用他人开发的新技术，并且因此而带来更高的产量，同时对新技术的采纳和适应也越来越频繁。

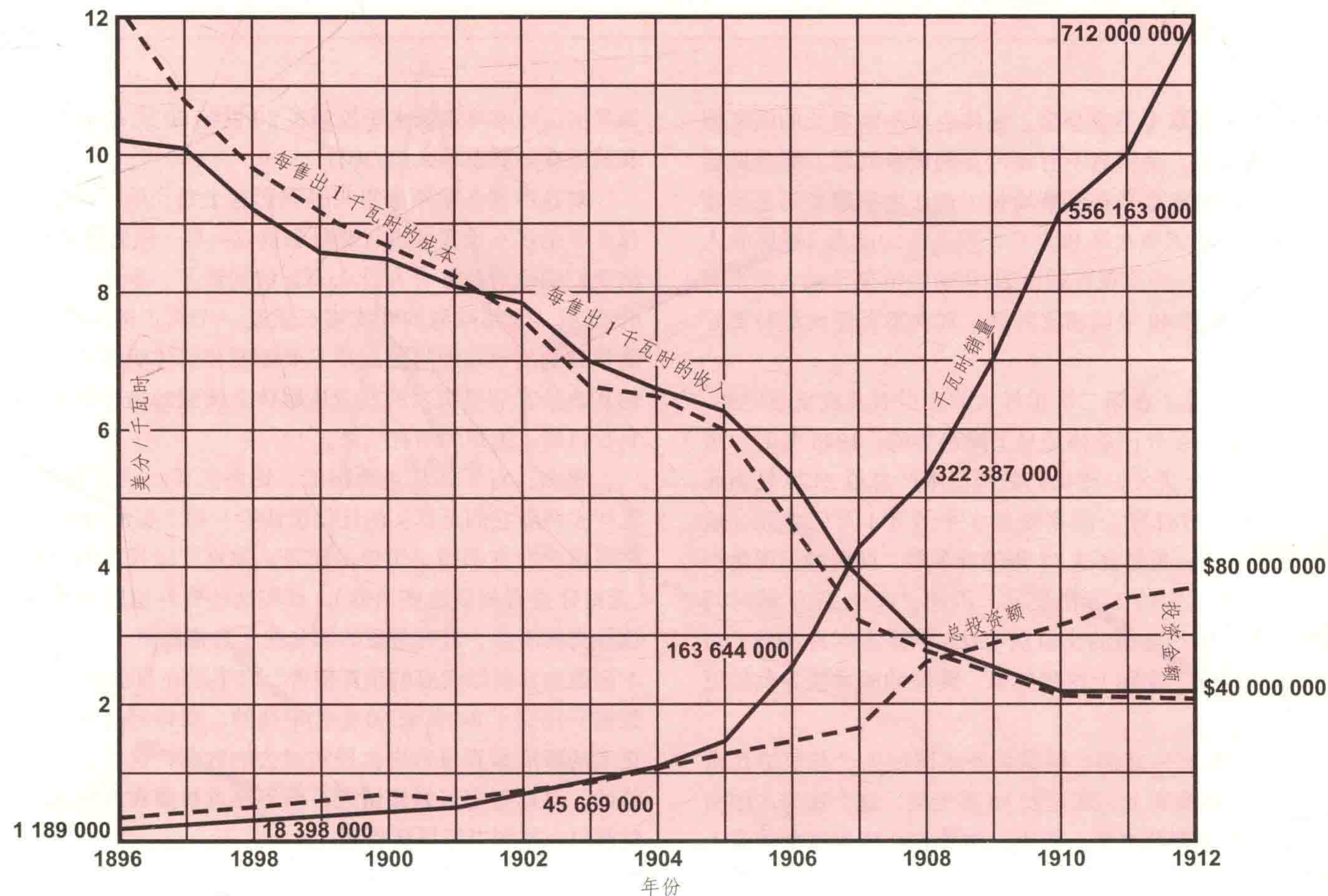
如果我们现在正处在一轮康德拉季耶夫长波的下行阶段初期，那么，你就没法指望革命性技术的大规模应用了。过去20年中所发生的无数电子产品革命，在将来20年里都不会再重现，因为它的革命工作已经完成了。康德拉季耶夫长波只允许从现在开始发生演变，但不会预期革命过程永远停止。我们的下一代会见证另一场革命——一场将会神秘重现的学习曲线革命。

再版补充

同志们，我说错了吗！在过去的20年里，发生了一场又一场让人兴奋的技术革命！而且，随着无数技术实现突破性的发展，我们知道将来还会出现更多的创新性技术！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 73 电力行业知识的积累与成本：1896 ～ 1912 年



注：抱歉这幅图有一点轻微的不成比例，但是它毕竟是一幅 73 年前的作品了，我们没法要求太高。

资料来源：Proceedings of the Second Annual Convention of the Investment Bankers Association of America, Chicago, 1913.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

74 做知情人，还是被蒙在鼓里

尽管政府对财政赤字采取了不少举措，媒体也对不断增长的国家债务狂加报道，但事实真相是，美国真不存在严重的债务问题。那些疑惑的杞人忧天者说，美国的债务水平在不断增长，这让大家越来越感到害怕。但如果仔细观察美国的国债水平和政府处理债务的能力（国民收入或国民生产总值）就会发现，美国现在相比 20 年前的情况，根本就没有出现恶化；如果跟 30 年或者 40 年前相比的话，现在甚至还比那时要好得多。

正如图 74 所显示的，除了在第二次世界大战之后有几次反复之外，联邦债务占国民生产总值的百分比总体是呈下降趋势的。1945 年时，美国的国家债务水平为 2520 亿美元，比我们的国民生产总值 2120 亿美元高出了将近 20%。但到了 1982 年，国家债务水平约为 1 万亿美元，这看起来是一个很高的数额了，可是在这 37 年的日子里，同期的国民生产总值却上升得更快，达到了大约 3 万亿美元。因此，在这 37 年的时间里，国家债务规模占国民生产总值的比值从 120% 下降为仅占 33%。与那些世界末日般的论调相反，实际上这些年来，美国的国家债务负担更轻了，而不是更重了。

确实，自 1974 年触底 25% 之后，国家债务占国民生产总值的比重在最近几年中又上升了。但事实上，在过去 10 多年里，这个比率才刚刚上升回到 20 世纪 60 年代中期的水平。所以，如果它继续按这个速度上升的话，可能很快又将到达 20 世纪 50 年代的水平，但那样是不是情形就会变得更加糟糕呢？从大部分标准来看的话，实际上，美国在 50 年代的发展是挺好的。目前，该比率的这种上升趋势肯定是不好的，但是，如果美国能够将负债水平控制在 20 世纪 50 或者 60 年代的水平上，我们真的还有必要去那么担心吗？

对这种债务歇斯底里只是我们这个时代的一部分——就像大家对联邦赤字也在不现实地进行怒吼和抗议一样（详见附录 A）。这并不是说目前我们的政府就不存在什么真正的问题了，事实上，问题有的是。如图 80 所示，联邦政府的开支增长就是一个真正的问题。从图 74 中，我们能学到的关键东西可能就是不要随便相信你听到或者读到的东西，很多你从政治家那里听来的或者从媒体上读到的内容都是带有消息发布者的自我目的、无知的胡言乱语。

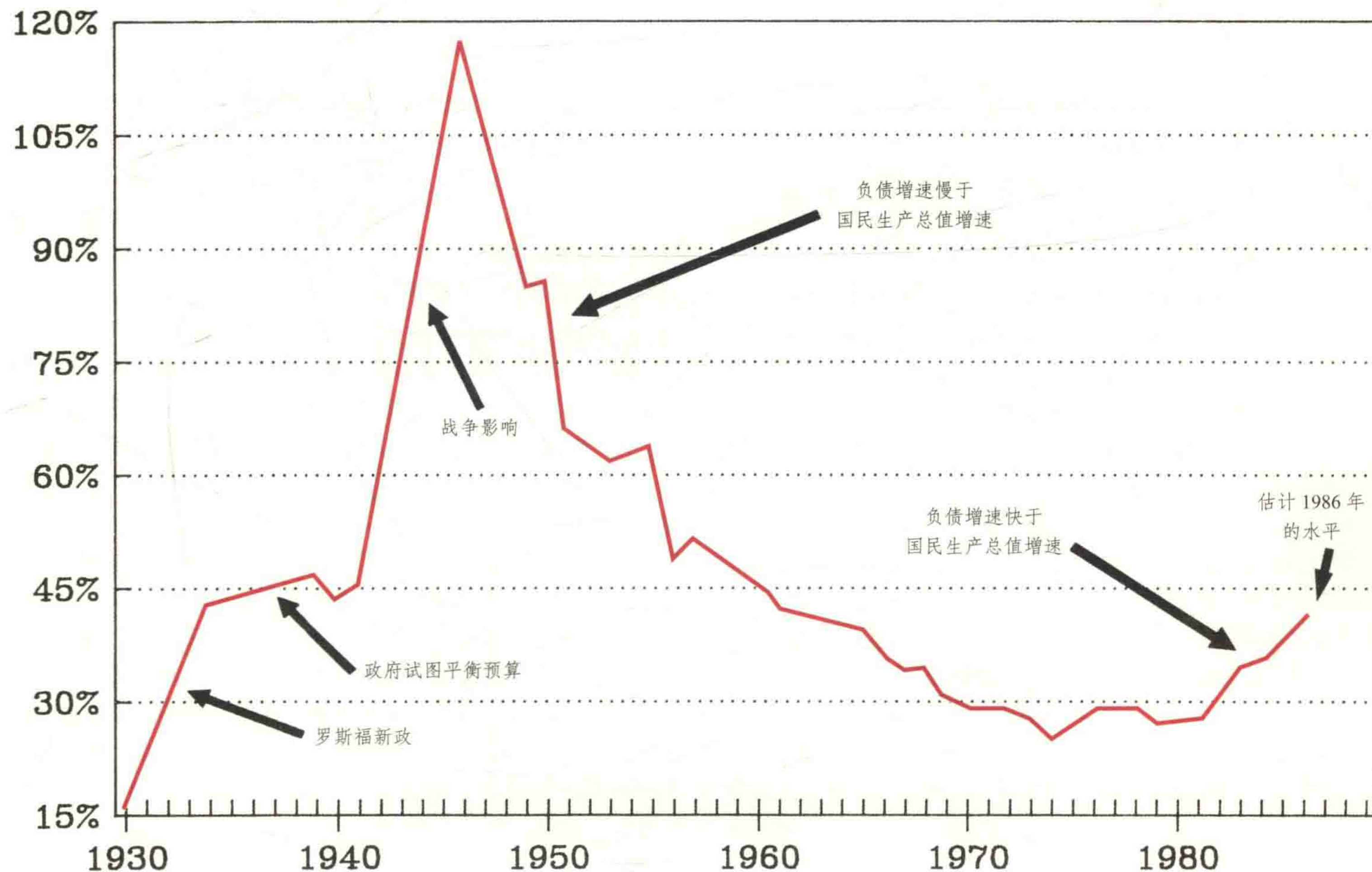
那么，对于你从当地报纸、选举宣传，或者我这里所得到的信息，怎样去判断它们是真实的还是废话呢？对于那些与政府财政有关的问题，你可以自行查阅图书馆中的记录；你也可以找美国政府部门要预算方案（无论你是否相信这些内容），其实这些资料也就只有两英寸厚，而且可读性真的不差。最有意思的部分在于表格和图，它们都配有良好的索引。本图就出自美国政府的预算报告，只不过在目前的政府预算报告版本中，数据只用到了 20 世纪 60 年代中期的。要得到这幅图，我们还不得不从更老的政府预算报告中去搜集过去的数据，这些资料也是你可以自由查找的。对那些宁可做知情人，而不愿意被蒙在鼓里的人们来说，这些资料都可以在图书馆里被找到。

再版补充

这幅图的意义非常重大，因此在本书附录 B 中，我对它进行了全面更新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 74　公共债务净额占国民生产总值的百分比：1930 ～ 1986 年



资料来源：Budget of the U.S. Government.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

75 税收：美国的演变历程

我敢打赌，你肯定一直认为美国政府的规模一直增长缓慢，直到最近才开始进入快速增长期。你的这种看法是不对的。而且，我还敢打赌，你不会知道美国政府的规模是从什么时候开始快速增长的，导致增长的原因是什么，以及在早期的时候合众国的资金是从哪里来的。而这些问题对于我们的未来发展是极具借鉴意义的。

根据图 75，美国政府早期的资金主要来源于基于贸易障碍和保护主义所征收的关税和烟酒消费税——这可真是来自过失人的钱呀。不过，到政府开始学会征收所得税之后，真正的增长就开始了。图 75 中的上图显示 1873 ～ 1916 年的联邦收入来源，下图显示 1916 ～ 1940 年的联邦收入来源。请注意上下两幅图的坐标单位是不一样的，上面的以百万美元为单位，而下面的单位则是十亿美元。

很长一段时间以来，关税都足以支撑政府的大部分开支，再加上烟草消费税和酒精消费税，基本上就能满足政府的全部开支需求了。当时，政府的基本政策是要向国外贸易和“使用者”征税。按照这个要求，政府规模的增长只能受限于它的资金来源增长。因此，随着经济的发展，人们从海外买入的商品增加，消费更多的烟酒类产品，政府的规模也在逐渐增长。

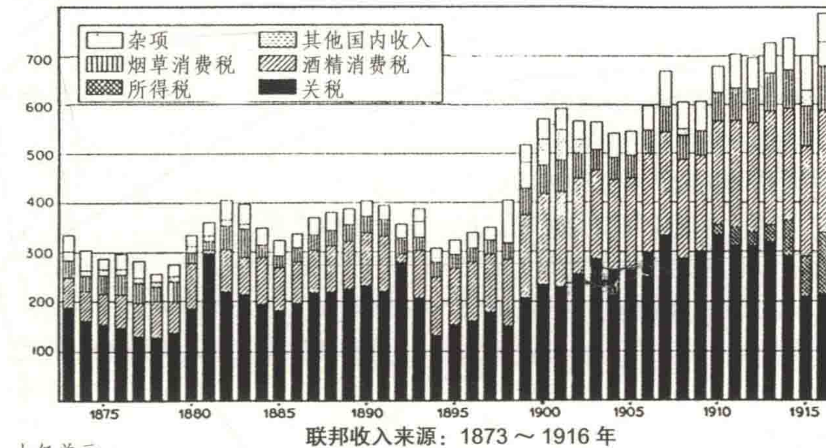
不过，政府规模的增长速度也就如此，对西奥多·罗斯福总统和伍德罗·威尔逊总统这样的积极社会改良家来说，显然还不够快。如果拿出你的财务计算器来算算，你会很快发现，1909 年之前，政府开支的平均年增长率仅为 2%。从 1909 年开始，美国引入了企业所得税，紧接着，从 1913 年开始，又有了个人所得税；从 1916 年开始，有了房产税。

自此以后，企业所得税和个人所得税收入就一直飙升，到 1940 年，已经达到 40 亿美元。在 1918 ～ 1921 年，受第一次世界大战税赋增加的影响，联邦政府税收收入出现了顶峰。不过在那之后，这一部分多出来的税收收入又消失了。在 1916 ～ 1940 年，联邦政府税收收入的平均年增长率为 8.6%。这里的关键点是，一旦政府学会了如何征收所得税，它就找到了支撑其快速增长的资金来源。这一点变化是非常明显的，可以用一个简单的例子来证明。当美国政府的财政收入还主要依靠酒精消费税时，大家都不怎么提禁酒令问题；而一旦所得税开征之后，人人都在为禁酒令喊好。

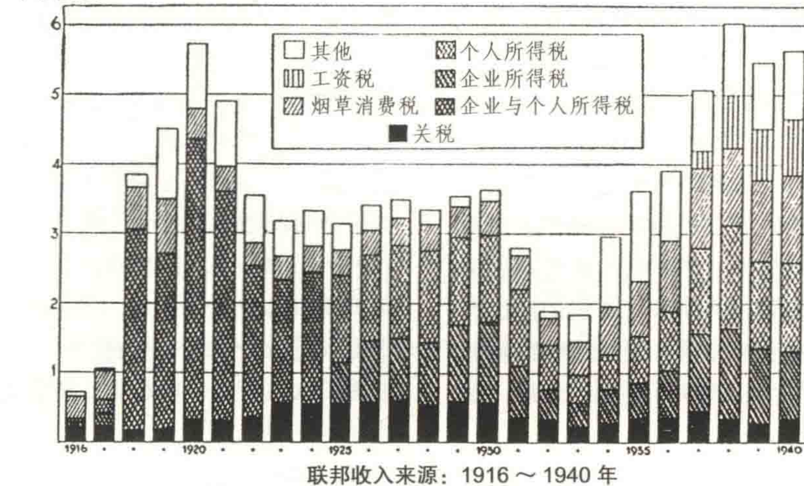
这里的知识应用非常有意思。回到工业革命的时候，美国只对消费者进行征税，政府规模的增速非常有限。但一旦开征企业所得税和个人所得税，政府规模的增速立即出现了爆发式的增长。最近这段时期，政府规模的增长速度已经快得可能伤害未来几十年的生产潜力了（详见图 80）。也许，如一些人建议的那样，我们应当修改宪法，以对政府开支的增长进行限制。不过，从立宪的角度取消所得税，转而用过去的由使用者纳税的方式，也许是另一种可行的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 75　美国联邦收入来源：1873 ～ 1940 年



联邦收入来源：1873 ～ 1916 年



联邦收入来源：1916 ～ 1940 年

资料来源：William J. Shultz and C. Lowell Harriss, *American Public Finance* , Fifth Edition, New York: Prentice Hall, Inc., 1949.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

76 政府规模的增长：整体情况

图 76 是我所见过的关于政府增长的图中最好的一幅，它的时间跨度从乔治·华盛顿总统时期直到 20 世纪 50 年代，并在图的顶部列出了各位总统对应的任期。这幅图中，列出了美国的国民收入（用调整后的国民生产总值表示）、联邦负债、支出和收入（税收）等项目变化情况。在图所涵盖的 163 年当中，政府支出和税收收入都从大约 700 万美元增长到了 1000 亿美元，年均增长速度大约为 6%。联邦负债水平从 9800 万美元增长为 3000 亿美元，年均增长速度大约为 5% 左右。国民收入从 9.5 亿美元增长为 3000 亿美元，年均增长速度为 3.6%。自那以后，从 20 世纪 50 年代后期开始，两位数的增长率（详见图 80）使联邦预算达到大约 1 万亿美元。如果沿着这些曲线画下去，可得到美国政府在最长期间（196 年）内的平均增长率仍然大约为 6%。图的左上侧还给出了人均负债水平和人均支出情况，这两项指标的年均增长率为 2.8% 左右，刚好略低于国民生产总值的增速。

19 世纪 30 年代是一段非常有趣的时期，在美国历史上的这一段时期内，完全看不到联邦负债了。根据安德鲁·杰克逊总统的民粹主义哲学，政府将西部土地出售给了一帮投机狂热分子，然后用出售所得还清了联邦负债。投资者们认为他们当时买的是美国的未来，他们的确没有买错，只是提前了好几十年。在杰克逊当选总统之前，美国政府出售的土地相当有限，但仅在 1836 年，就出售了价值 2500 万美元的土地，然后将出售所得用来还债。

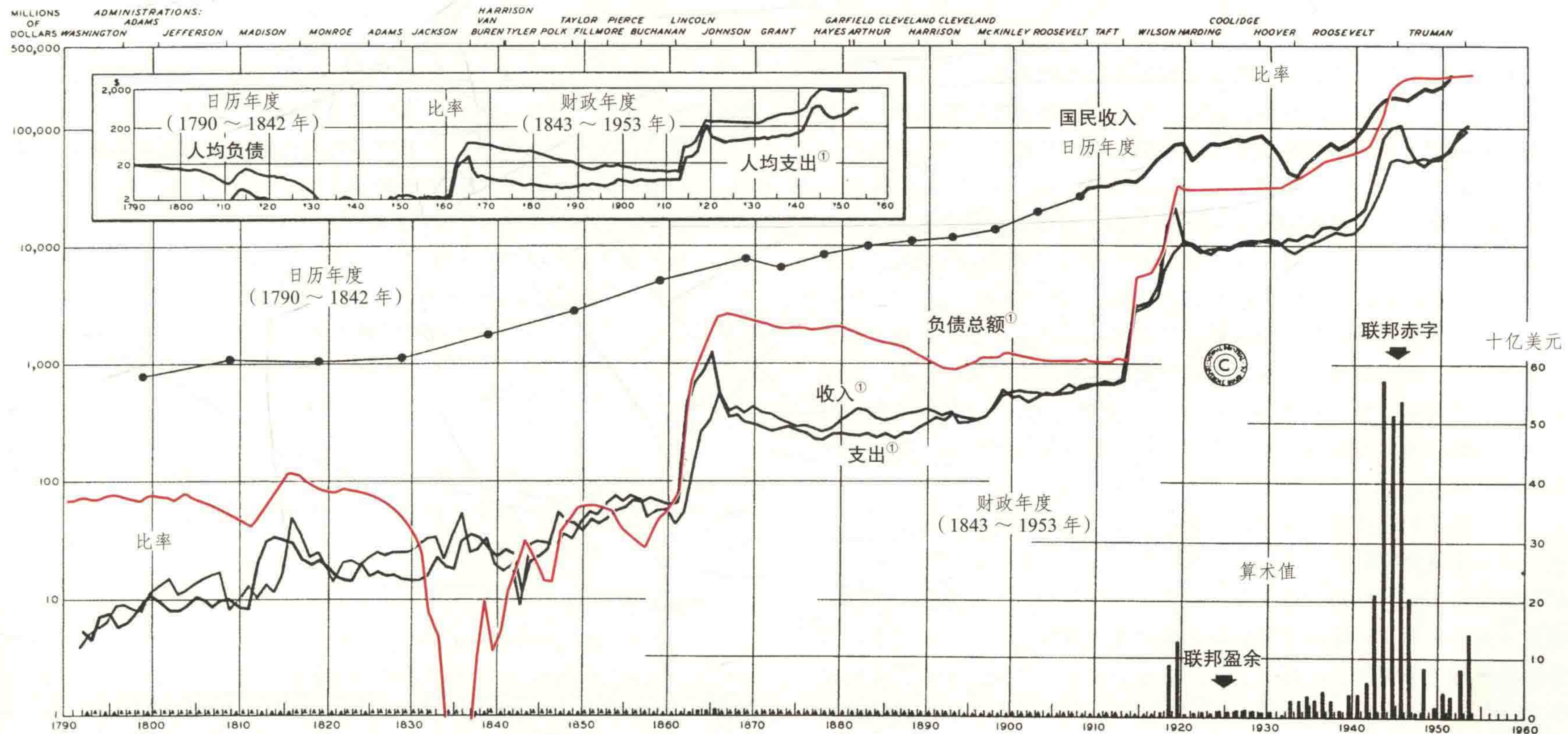
现在的政府领导人也许可以从杰克逊总统那里学习一点经验，考虑通过出售资产来偿还一些联邦债务。美国政府不仅拥有全世界最多的资产，而且在它的累计债务当中，资本并购也一直占了很大的比重（详见图 82）。由于受到通货膨胀的影响，这些资产的价值现在已经比它们的原始成本高出了非常多。

不过请小心——讽刺的是，虽然很多人都认为偿还国家债务能让美国很快就进入经济天堂，但实际上在 19 世纪 30 年代中期，当政府清偿了全部负债之后，美国发生了历史上最严重的四大金融灾难之一，并且美国经济一下子就崩溃了。这场灾难以 1837 年大恐慌为起点，土地投机商和很多其他的人都被扫荡出局，然后经济大萧条接踵而至，直到 1843 年才结束。因此，也许还清负债并不是人人都以为的那样是个好主意。

接下来，负债、支出和收入在两个阶段里都直线上升——从 1861 年南北战争开始和从 1911 年第一次世界大战之前开始。联邦政府的支出在这种战争时期出现增长并不奇怪，但奇怪的是，在战争结束了很久以后，政府支出都还一直降不回去。不过，在这两个期间内的执政总统对政府开支的态度都属于改进派而非敌意派。举例来说，如图 75 所示，在 1909 ～ 1913 年，自从开征了所得税以后，美国的政府规模迅速增大。所得税其实只是西奥多·罗斯福总统和继任的塔夫脱总统与威尔逊总统所倡导的改良政策的一部分内容而已。哈定总统则更加节约，他停止了这种扩大政府规模的趋势。现在我们真正需要的是像哈定总统这样的人，他在哪里呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 76　美国政府公共财政信息变化：1790 ～ 1953 年



注：联邦赤字或盈余标注在年度之后，小于 2 亿美元的用三角形表示。

① 起始于 1914 年，包括州和地方的数据。

资料来源：How Much Government, a graphic analysis prepared for the 36th annual meeting of the Conference Board.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

77 稳步发展的州和地方税

有些事情的发展总是与你的预期相反。以税收为例，不仅国会每两年就要修订税法，而且这种行事规则一路往下传染，先影响到州，导致各州政府经常需要按联邦税法的变动调整各自的税收法规；再影响到各城市政府，因为它们又需要按州法规的变化进行进一步调整。但无论它们是否提升税率，我们通过图 80 都可以看到，这些修订从来就不会让政府的实际税收收入下降。那些关于减少税收的演讲对于税收整体情况的真正改变作用其实是非常有限的，这幅图告诉了我们原因。

如果我们将各种各样的州和地方税全都加总起来，如图中最上面那条曲线所示，得到的结果就是，州和地方税总额的增长情况就像一条激光射线一样笔挺。这条曲线每年的增长幅度为 11%，这意味着每隔 6.5 年就可以翻一番。州和地方税体系的基础以所得税、销售税、财产税与联邦财政补贴为主。

由于选民们在投票时拿财产税说事，所以财产税略有下降了，但其他税种从来就没有降下来过。个人所得税在经济增长缓慢的情况下，每年仍然增长 13%，同时，由于受到通货膨胀的影响，更多的纳税人都被推进了高税率档。同样的事情也发生在企业所得税上，很多州的企业所得税税率都已经调高了，而繁荣的经济发展还在不停地将企业所得税率往上推⊖，一直以来，企业所得税每年都增长 12% 以上，很少有略微减缓的时候。接下来是联邦财政补贴，每年的增长率为 13%。

事实证明，减税并没有真的减少政府的财政收入，而屡次改革也不过是重新分配收入的计划而已——对那些税负过重，已经快要活不下去了的个人和组织减少一点点税，然后把它们转嫁到那些马上就会成长、强大起来的纳税个体肩上去。膨胀的国家税收增长得如此之快，以至于一些州根本都花不完这些钱，于是它们将这些财政盈余累积起来，用来偿还它们的负债——每年大约为 1000 亿美元。

讽刺的是，人们最近对联邦财政赤字的抱怨非常多。我其实都不能肯定是否真的存在联邦赤字（请参考我在 1986 年 10 月 6 日的《福布斯》杂志专栏文章，见附录 A）。如果真的存在赤字，肯定也不会像大家所抱怨的那么高。目前，各州和地方政府的财政盈余为 1000 亿美元，这是它们从政府那里得到的 1000 亿美元。如果联邦政府撤回这 1000 亿美元的补贴，那么各州的盈余将会减少，但联邦财政赤字却至少会缩水 40% 以上。

难道就没有什么真正的变化吗？当然不是！不过既然社会没有变得更加糟糕，我们可能还是只能忍受那不足 40% 的人，他们天天没脑子地嚷嚷邪恶的财政赤字，却不让我们大多数人看到真正的问题所在——政府开支的增长（详见图 80）。

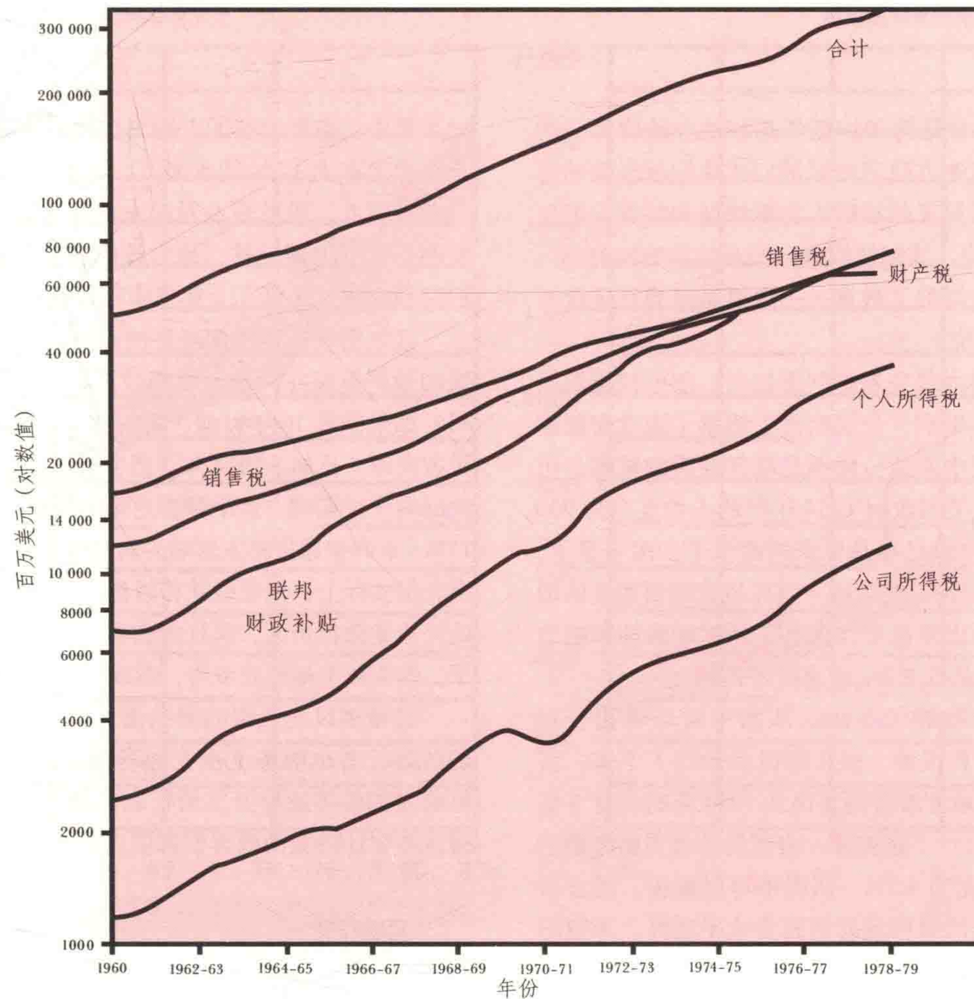
再版补充

2007 年，联邦所得税率终于比过去降低了一点，但州税率更高了，这再次证实了我们的故事主线。我仍然坚信对股票市场或者美国经济来说，联邦预算赤字问题并不值得我们焦虑——这种普遍的恐惧是找不到证据支持的（实际上恰好相反，在历史上预算赤字最严重的时候，股票投资收益率却是高于平均水平的，而预算盈余最高的时候投资收益率却非常平淡）。不过我还是不喜欢那些愚蠢的政客（或者说，他们中的大部分人），而且事实确实如此，即使联邦政府官员没把事情搞砸，州和地方官员也一定会的。

⊖ 美国的企业所得税采用的是累进税率制度，应纳税所得额越高，便适用越高的税率。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 77　州和地方税收来源：1960 ～ 1979 年



资料来源：Economic Report of the President, 1981.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

78 各州的背叛

20 世纪 70 年代的税收制度改革是为了控制各州和地方政府部门的开支，是这样吗？并不尽然！其实地方政府的官员们比我们所想象的更能预期选民的心理变化，在加利福尼亚州纳税人与贾维斯和甘恩一起发动声名狼藉的 1978 年税收公决之前，其实他们就已经开始控制政府部门的开支了。美国政府看起来也从中汲取了教训——主要是因为它还没有像各州政府那样在税收问题上太出格。

这些图来自华盛顿特区的政府内部关系顾问委员会，图中按美国联邦政府级别和各州与地方政府总和级别，分别给出了调整了通货膨胀影响之后的人均支出的增长情况。其中左边一幅图是联邦政府的数据。可以看到，调整通货膨胀影响之后，美国政府 1954 年时的人均支出为 700 美元，但到了 1982 年时，这个数字就已经是原来的两倍了。图中显示，人均支出的增长率从 1959 年开始加速，然后就一直保持着较快速度的增长。拿出你的财务计算器来，你可以算出来在调整了通货膨胀的影响之后，美国政府的每人每年支出金额是以 2.7% 的速度增长的。

右图显示了美国各州和地方政府的支出，从图中可以看出，在 1954 ～ 1974 年，地方政府支出增长很快，但在那以后却慢了下来，甚至几乎看不出还有什么增长。州和地方政府的支出从 1954 年时合计 3 亿美元的水平增长到了 1974 年时的合计 7 亿美元，表明调整通货膨胀影响后，在这 20 年内，每年的增长速度为 4.3%。从图中可以看出，地方政府的开支在很长一段时期内都比美国联邦政府的开支水平还高，不过后来它们终于知道它们已经花得够多了。

从 1974 年开始，即在加利福尼亚州发生贾维斯 – 甘恩税收公决事件的 4 年前，各州政府就已经开始控制它们的开支增长问题了。在接下来的 8 年中，各州政府的人均支出增长率显著下降，使得 28 年内的年均增长率稳定在了 3.3% 的水平上，不过，这还是比联邦政府支出的增长率高一些。因此，虽然现在看起来美国政府好像还没有各级地方政府那样会控制开支，但请记住，地方政府官员们也是最近刚刚才学会的，而且他们的开支在过去好几十年当中一直是在急剧增长的。

这幅图被称为美国经济的希望。如图 80 所显示的，美国经济长期发展的最严重潜在问题是联邦政府开支的增长速度。这个速度能被控制住吗？如果回看 10 年以前，那时如果想要控制住各州政府的开支似乎也是天方夜谭。比如，1974 年，当罗纳德·里根结束了他作为加利福尼亚州州长的两任任期时，这个黄金之州的预算显示，政府开支的年均增长率高达 17%（未调整通货膨胀影响的名义增长率）。里根嘴上说的是要限制财政支出，但实际上，他花钱花得就像一个醉酒的海员那样疯狂。讽刺的是，他的民主党派接班人，疯狂的杰瑞·布朗先生，听起来像是要挥金如土的样子，但实际上却处处节约，将政府开支的增长速度降了下来。

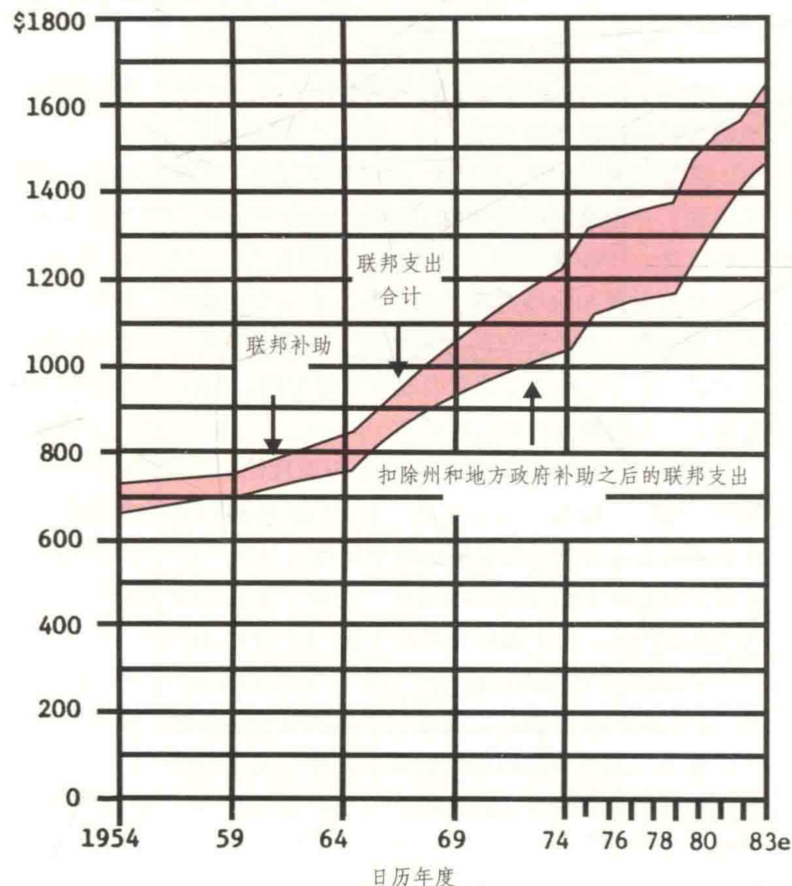
我希望风光无限的罗纳德·里根总统在离开白宫时，他和他的亲信们的继任者也能像上次在加利福尼亚州时那样，由虽然不那么有名气，但确实能够将政府开支给控制住的政治人士来担任。选民们所面临的挑战，是要让两党的政客们都明白这一点，并能够执行下去。

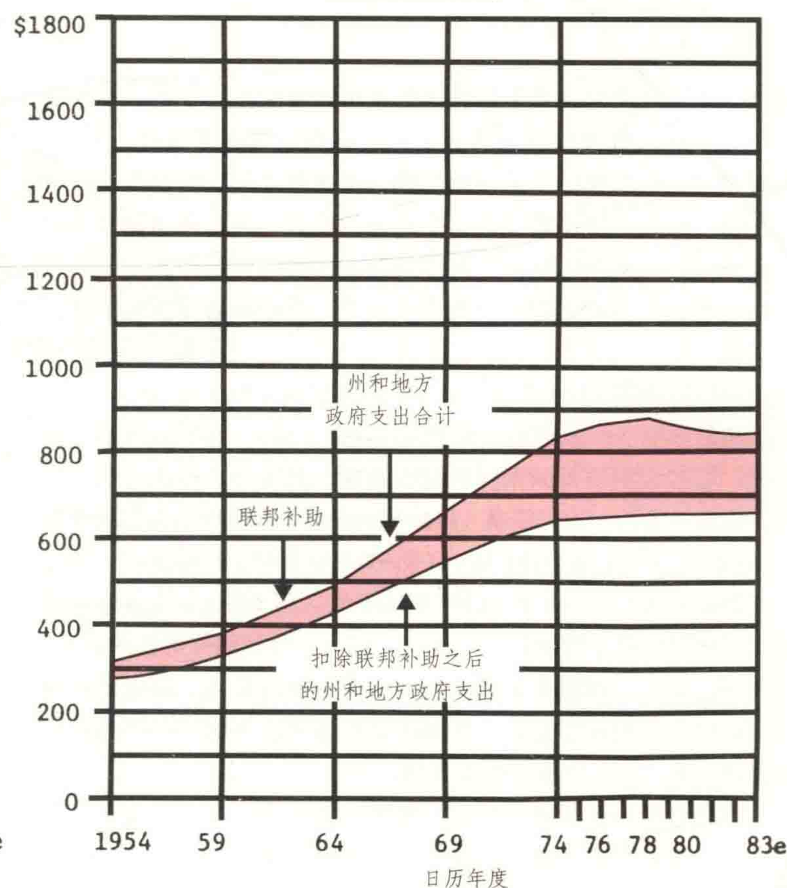
再版补充

里根的继任者并没有将政府开支给控制住。他们为什么要这么做呢？他们都是政治人物！他们成天做的事情就是愚蠢地挥霍我们的钱，因为他们自己无钱可花。不过，里根总统的减税政策的确使美国经济受益不少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 78 联邦政府与州和地方政府的支出：1954 ～ 1983 年





注：e 表示预计数。

① 用国民生产总值隐含价格指数调整通货膨胀影响，1972 年 = 100。

资料来源：ACIR computations based on U.S. Department of Commerce National Income, Advisory Commission on International Relations, Washington, DC 20575.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

79 不能量化的拉弗曲线

罗纳德·里根可能是历史上最伟大的演员出身的总统了吧，长相帅气，谈吐得体，总是散发着亲切的吸引力，而且运气还非常好。现在，你应该能看清了，低利率并不是拜他所赐，全球各个国家的利率在那时都同时在下跌。长期的经济繁荣也不全是他的功劳，因为全球的经济现在都发展得很好。在他的任期内，联邦政府支出继续呈爆炸式增长，这才是将来最让我们头痛的问题。令人恼火的是，他还用极简经济学理论来为自己辩护。

这一切都可以用图 79 来予以说明——拉弗曲线（The Laffer curve）。拉弗曲线最初是被经济学家阿瑟·拉弗（Arthur Laffer）画在饭馆的一张餐巾纸上的，旨在说明要得到同样的税收总额，其实总是存在着两个不同的税率。后来，裘德·万尼斯基（Jude Wanniski）在他谨慎命名的著作《世界运行的方式》（*The Way The World Works*）中介绍了拉弗曲线，使这个概念迅速普及开来。图 79 分别以税率和税收总额（收入）为纵轴和横轴，用来说明如果将税率降低到一定程度，也可以收到同样的税收总额。怎么会这样呢？因为，在税率足够低时，比如图中的 B 点，假定政府收不到多少税；但是如果税率过高，比如图中的 A 点，人们又会因为税负太重而不愿意工作，因此也收不到多少税。

那么显然存在着一个最优的税率，即图中的 E 点，在这一点上，如果再提高税率，人们就会选择少工作，那么税收总额将不再增加；如果再降低税率，也不会有人愿意更卖力地工作，所以税收总额也不会进一步增加，反而还会减少。

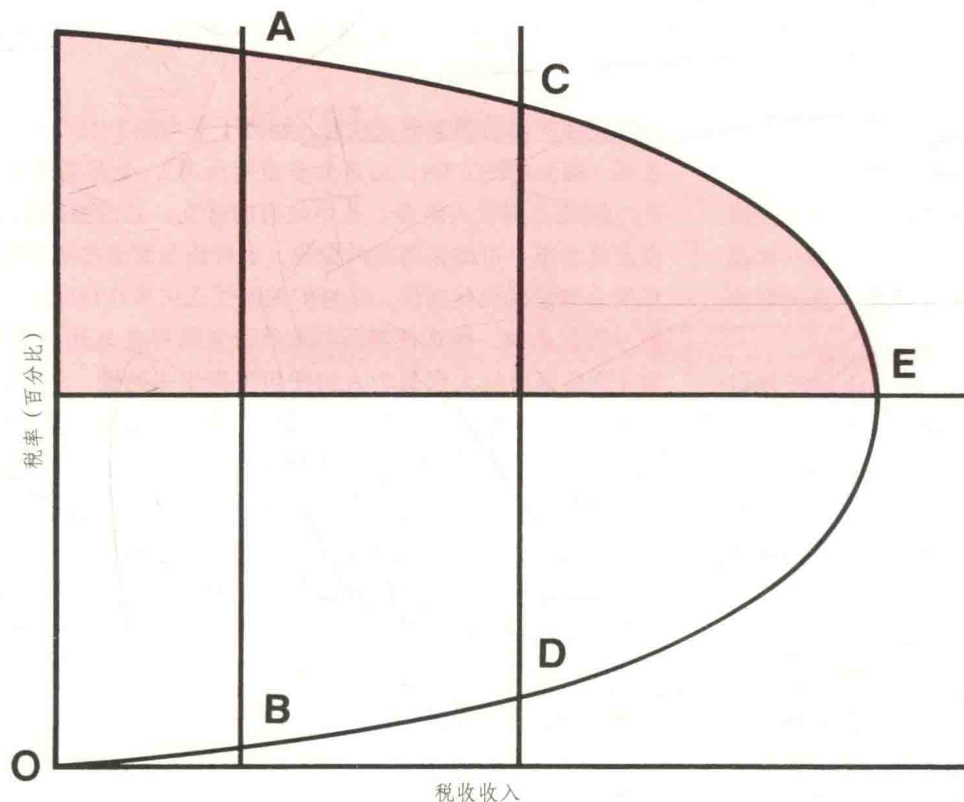
供给学派的经济学家们从拉弗曲线出发，得出了研究假定：降低税率也可以带来经济的繁荣，因为降低税率也可以带来国家税收总额的增加，从而解决财政赤字问题。通过到处演讲“供给经济学”和减税，里根找到了一个既可以神奇地扩大他的受欢迎程度，又为国家增加税收收入的方法。1986 年税收改革法案最初就是由里根和他的顾问们设计的，通过取消税收扣除项目的办法，表面上完全伪装成“减税”的样子，实质上却是通过企业买单的方式增加了社会的税收。不过无论是否故意伪装，这次改革实际上完全符合凯恩斯的策略：“通过打击那些拥有企业的有钱人，去解救低收入人群。”

不过，拉弗曲线完全还是一个假想理论，请注意图 79 里没有出现数字。所以，没有人真正知道一方面能让政府得到更多税收；另一方面又能减轻社会税负的所谓最佳税率到底是多少。每个人都希望降低税率，不过却没什么人希望美国政府在一些细小无用的项目税率 A 到 Z 问题上花费太多的钱。天下没有免费的午餐，图 79 也不例外。

供给经济学家认为低税率更好，但他们忽视了，图 79 也清楚地表明，有时候税率可能会太低了。拉弗和万尼斯基都引用国外减税后带来经济繁荣的例子来说明他们的观点，却忘记了美国经济在高税率时代也曾经非常繁荣的事实（详见图 81）——比如在 20 世纪 50 年代，所得税的最高税率曾经高达 90%。供给经济学只是另一种装作将来会增加税收的样子，让空想家们去寻求不劳而获罢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 79　拉弗曲线



资料来源：Jude Wanniski, *The Way The World Works*, New York: Basic Books, 1978.

再版补充

为什么我会这么不喜欢拉弗曲线呢？因为从理性的角度来说，你既可以将它作为降低税率的理由，也可以将它作为提高税率的借口。减税的好处在于能带来巨额的赤字，对市场没有什么坏的影响，却可以让政治家们感到害怕，然后控制政府的开支，从而有益于市场的发展。这就是里根的减税政策所引发的后果。我希望我们应当以现在的赤字规模为起点，继续保持这样的政策。我只是有点担心，一旦政治家们习惯了赤字，会不会又继续让政府开支占整个经济收入的百分比不断增长，这对于市场的发展可是非常不好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80 联邦税收的故事

每当华盛顿的那帮人要修正税法时，人们都会备感不安，我也是如此。这种反应是非常自然的。不过，税制改革造成的经济影响并没有大多数人想象的那么严重，因此我们其实不必对各类媒体的大肆报道反应过度。尽管立法者为了拉取选票每隔两年就要修订一次税法，每一次都向大家承诺美好，但其实，无论他们怎么改，国家税收总额一直按照接近完美的稳定比率在增长——而且情况几乎总是如此。

图 80 说明了一半的故事（其余请参考图 78），它给出了自 1965 年以来的美国联邦税收总额变化情况，数据出自美国政府的预算。在图中，你可以看到联邦政府支出总额的变化和支出总额占国民生产总值的百分比的变化；还可以看到，虽然在图所示期间，我们经历了无数次主要的税法修订、改革、简化，或者是别的什么由头，联邦税收总额却一直都能按高达 10.25% 的比率实现稳定增长——在整个期间内，虽然发生过无数次的“减税”，但其实仅在 1 年中出现过政府的税收收入真正下降的情况。

别让媒体的肤浅报道和政治家们虚假的减税观点蒙住了你的双眼，我们真正应该关注的问题，其实是政府的开支。联邦政府的支出增长得比税收收入还快，增长率为每年 11.25%。虽然这个数字当中包含了通货膨胀的影响（大约为每年 4%），但与国民生产总值的名义增长率 9.4% 相比，还是高出了很多。这说明了什么呢？政府开支占国民生产总值的比重在这些年里一直在缓慢增长，已经从 1986 年时的 18% 上升到了目前的 24% 了。

20 年前，这种现象被称为“温和社会主义”（creeping socialism）。我的财务计算器告诉我，按这个温和上升的速度，不出 100 年，政府开支就能蚕食掉社会创造的全部价值。无效政府开支占美国国民生产总值的百分比不断增长，已经成为这些年来美国经济增长放缓的主要原因。1/4 的国民生产总值都流向了政府，相当于平均每个生产工人工资的 1/3 都泡了汤（用 1/4 除以 3/4，后者为非政府所得），全都需要拿去给政府埋单。

因此，别受人愚弄。凡是政府的开支，总需要国民用这种或者那种方式来埋单。可能是高额的税收，也可能是高速的通货膨胀。举例来说，里根总统说减税就减税，在维护他的受选民喜欢程度方面做得非常成功，但不管怎么吹，他在任期间的政府开支照样在上升。虽然我们谈的是税收（这是直接从大家每个人的腰包里掏出去的钱，一般人们都喜欢谈论那些直接影响他们的东西），但其实，真正的话题应当是政府开支。

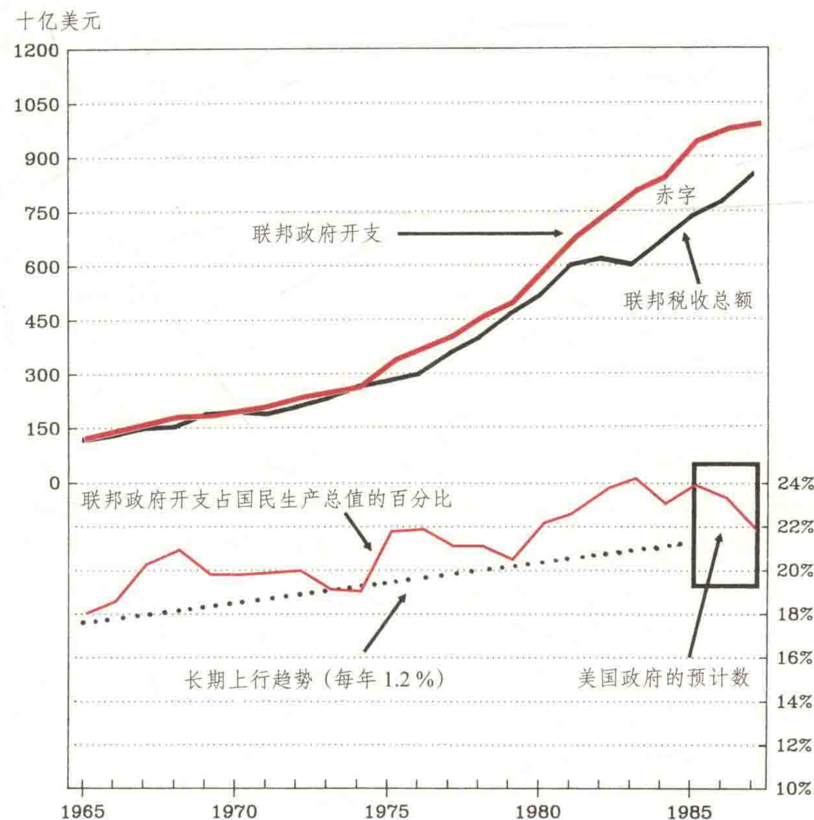
让人非常伤心的是，现在的情形更加恶化了。在州和地方政府这一层，每年的开支增长率也一直维持在 11% 左右（详见图 77）。请别再纠结那些改来改去的税收规定了，真正具有经济意义的唯一一个社会需要的答案，是通过立法来限制政府支出总额占国民生产总值的比重。作为个人，你的纳税额可能会受政策变更的影响，但是作为一名投资者，请不要受它们诡计的愚弄，要么对短期的变化感到惊慌失措，要么看不清长期的经济风险所在。

再版补充

我仍然坚信不停增长的政府开支是个问题——不仅仅因为它为我们带来了负债（人们并不认为国家负债对经济或者市场会有多么不好的影响），而是因为在花钱这个问题上，地方、州或者联邦政府永远都不会比你花得更聪明。地方、州和联邦政府的开支总额占美国经济总额的百分比越大，对市场发展的负面影响就越不容忽视。如果减税真的能让你少交税，那么我是绝对赞成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 80 税收收入、政府开支以及它们与国民生产总值的关系：1965 ～ 1987 年



资料来源：Budget of the U.S. Government.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

81 夸海口要平衡预算

1986 年的税赋增加被狡猾地伪装成了减税。税率降低的本意是刺激大家更加努力地工作，因为我们可以保住更多的劳动所得。但结果谁知道呢，如果我再继续努力工作，我的太太可能就要起诉我遗弃她了。而且我非常清楚，那些被供给学派经济学家（详见图 79 的评注）鼓动起来的政府官员们希望我努力工作的目的，还是想从我这里收到更多的税，因为这样才能还清他们制造的财政赤字。

我非常反对联邦政府的胡乱财政支出，但是如果我们必须要这个项目，我更希望对吹牛皮的行为征收从价税，而不是打着所谓降低税率的幌子来为政府融资。在我们身边整天夸夸其谈的政府官员实在太多了。

而且，与美国长期的历史情况比较，去年的税率其实是非常好的。这幅由两部分构成的图（图 81）列出了自开征所得税以来的最高税率变化，而小图中则列出了每多挣 1 美元的累进税制度。举例来说，在 1954 ～ 1967 年，假定你的年收入为 50 000 美元，那么，如果你在当时再多挣 1 美元，这 1 美元就需要按 60% 征税（请注意，这里并没有调整通货膨胀的影响，因此例子中的 50 000 美元差不多相当于现在的 200 000 美元了，详见图 52 的解释）。

供给学派经济学家认为，降低税率能带来经济繁荣，而高税率则非常糟糕。所以，也许他们觉得 20 世纪 20 年代的经济繁荣是共和党把最高税率从 78% 降低到 22% 带来的吧？如果企业税还没有上涨的话，经济还会更加繁荣吧？当然，市场第二次大幅度地提高税率是在 1932 年，当时无论是企业还是个人的最高税率都被稳步提高了，我想供给学派的经济学家们一定是忘记了这次事件。[1]接下来，20 世纪 50 年代股票市场一片繁荣，通货膨胀率也控制在低位水平。当我们真正需要艾森豪威尔总统和杜鲁门总统的时候，他们在哪里呢？也许你已经忘记了，这两位总统都提升了个人和企业适用税率，当时，如果有人适用最高税率那一档的话，他每多赚 1 美元，就要交其中的 90% 给美国政府。所以我猜想，供给学派经济学家一定认为，这么高的税率就没有人愿意工作了，所以当时才没有人被太太起诉和遗弃？真是胡说八道！

几乎没人曾经看过这些图，图中揭示出的最有趣一点是，当纳税人交着非常高的税率时，美国正处在一片繁荣中。如果让你选择愿意生活在 20 世纪 20 年代的高税率时代，还是 30 年代，你怎么可能会去抱怨 20 年代的税率太高呢？谁又会认为 20 世纪 50 年代的税率过高了呢？

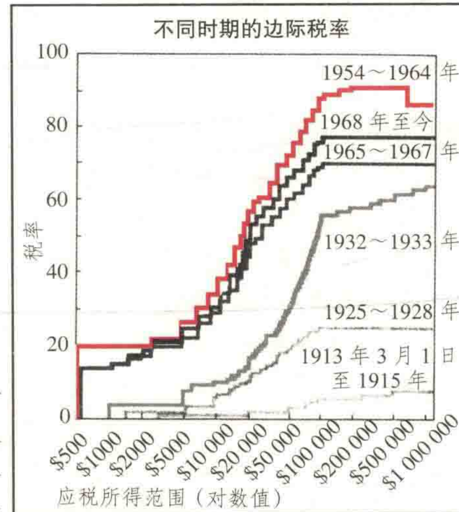
没有人喜欢高税率，但是税率真的没有税前扣除项目重要。允许有很多税前扣除项目的高税率制度和几乎没有扣除项目的低税率制度效果是一样的。1987 年，虽然税率降低了，但国家税收收入占国民生产总值的比重却会上升，因为被取消的税前扣除项目影响远大于个人税率和公司税率降低带来的合并影响。

记住，法定税率为多少真的没那么重要，只要是政府部门花的钱，都需要由纳税人来支付——无论是通过更高的税率、更少的税前扣除项目或者更厉害的通货膨胀等方式来实现，其实效果都是一样的。所以，不要被他们邪恶的烟幕弹所迷惑和欺骗。当他们向你承诺降低税率的时候，不妨直接回应他们："别吹牛了，省省吧！"

[1] 指 1933 年开始的美国经济大萧条。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 81 联邦所得税税率的变化趋势：1909 ～ 1987 年



资料来源：Spencer, Milton H., *Contemporary Macroeconomics*, Third Edition, New York: Worth Publishers, 1977.



资料来源：U.S. Treasury Department.

再版补充

低税率当然是好事！供给学派的经济学家是对的，不过，认清楚是哪些东西重新影响了我还是非常有意思的。我们需要不断质疑自以为已经了解的事物！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

82 “肥猫”山姆大叔的房地产诡计

现在，你应该能接受美国联邦债务占国民生产总值的百分比其实没有媒体和其他人所宣传的那么高、那么可怕了吧？但是，如果美国政府现在真的破产了，没法还清这么多负债，那么我们岂不是要交更多的税，不得不去帮政府还债？也许不用。如图 76 所示，安德鲁·杰克逊总统在 1836 年就通过把国家土地出售给那些心急的投资者而还清了联邦负债。

那么，现在政府还可以这么做吗？很多人都觉得这是难以想象的，但它确实是可行的。图 82 是在 1964 年完成的，当时阿拉斯加成为美国的一个州刚好大约 5 年。图 82 能告诉我们，美国政府所坐拥的资产价值大约为多少。图中列出了 1781 ～ 1964 年，以百万英亩为单位表示的联邦土地数量。由于自那以后美国的土地总面积变化并不大，因此我们可以想象一下，如果从图的终点延续到 1986 年左右，图中还可以补充上一条相对平直的曲线。

在 1850 年之前，除去杰克逊总统出售的极少量土地和政府在早期放弃和出售的极少量土地之外，山姆大叔分两个步骤增大了它的不动产投资组合：路易斯安那购地案（Lousiana Purchase，1803 年）和俄勒冈与墨西哥领土之争（Oregon and Mexican Territories，19 世纪 40 年代后期）。因此，到 1850 年时，美国土地储量达到了 12 亿英亩，只不过有些土地位于内华达沙漠地带，值不了多少钱。从 1850 年开始，山姆大叔削减了它的土地资产，到 1930 年时，土地总量减少了 66%（到 4 亿英亩）。美国政府将那些不值钱的土地都处理了，只保留了最有价值的城市土地、国家公园和森林体系（大多数都是后来创建的）、军事基地等。

富兰克林·罗斯福总统上任后，极度放缓了土地的出售，甚至开始购置土地，所以美国的土地持有量从 20 世纪 30 年代开始停止了下滑。接下来，阿拉斯加在 1958 年成为美国的一个州，联邦土地持有量几乎翻了一倍，达到 7.5 亿英亩，与如今政府所拥有的土地量几乎持平。这些房地产范围从诸如内华达那样的偏远军事据点到几乎每个大城市都有的城镇办公大楼，还有华盛顿特区的大量不动产。至此，美国已经成为世界上最有钱的房地产持有人——全都是用借款购入的。

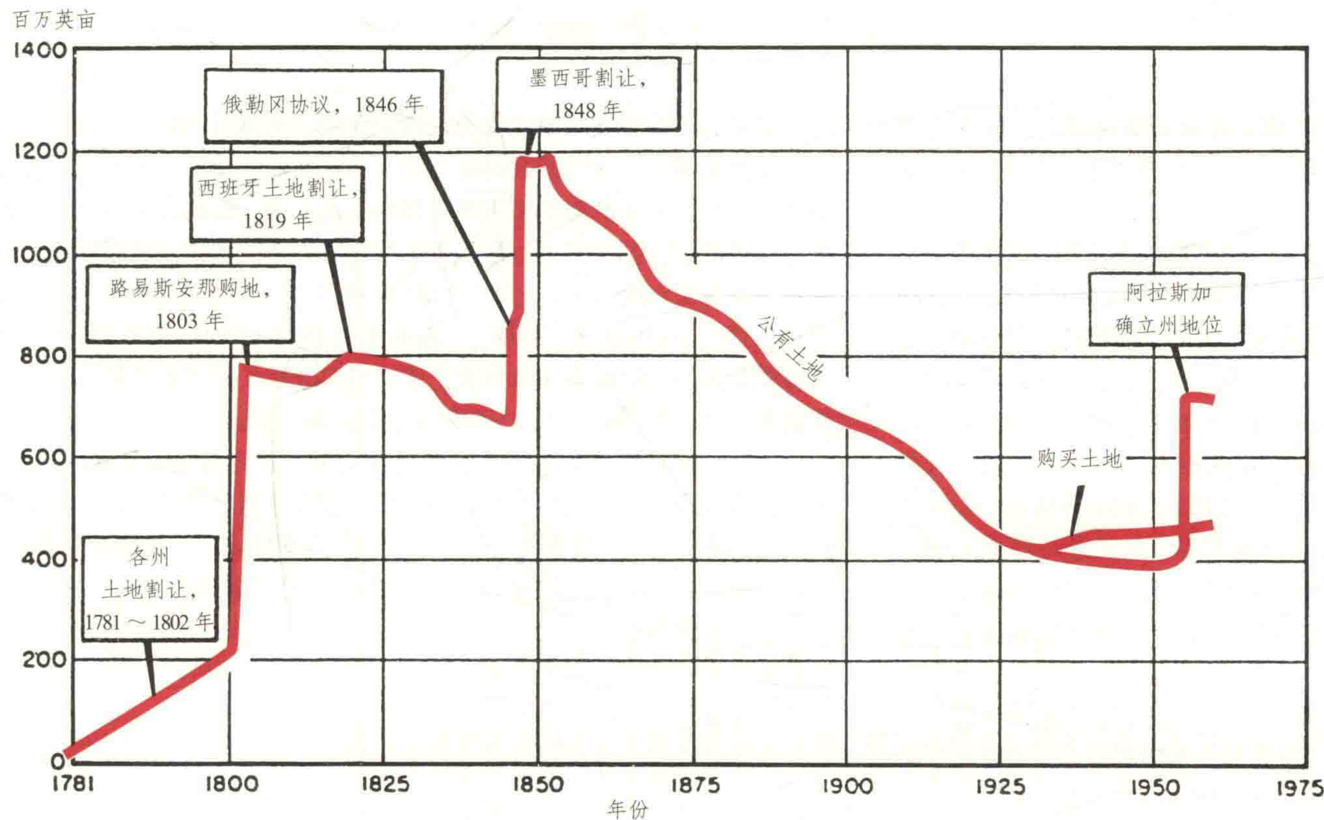
那么，究竟多有钱呢？这么说吧，国家森林土地，包括采矿权在内，每英亩可能只值 100 美元。不过城市中心的土地可就值很多钱了。如果慢慢出售，而不是一下子去冲击市场供给关系的话，那么根据当地投资者的报价，光是华盛顿特区的土地每平方英尺就值 350 ～ 500 美元——按超过 15 000 英亩计算的话，那可就是 1500 万～ 2000 万美元了。这样，总额可就是 3000 亿美元，即联邦负债总额的 17% 了。如果把山姆大叔的其他 7.5 亿英亩土地都算进来的话，它所拥有的地产资源价值肯定能超过它的负债——并且超过好几倍。

目前，我们不应该把什么都卖了然后去还债。在图 74 中你已经看到了，只要国家债务总额占国民生产总值的百分比还在历史平均值范围以内，债务问题的确不是个大问题。况且，没有人愿意把林肯纪念堂拿去出售。不过，如果你不相信国民生产总值的数字，还是担心美国的负债确实太高了，那么至少图 82 可以让你放心，还债的方式不仅包括提高税收，还可以通过出售国家地产资源的方式来实现。如果有一天税率变得无限高了，我们还可以拿安德鲁·杰克逊总统来说话。如果政客们要出售什么我们确实想要保留的东西，那么我们再自己掏钱来保留它。换句话说，选择权是在我们自己手上的。

顺便说一句，你所在的州和县也拥有很多土地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 82 美国联邦政府拥有土地的大致面积：1781 ～ 1960 年



资料来源：Clawson, Marion, *Man and The Land Use*, Lincoln, Neb.: University of Nebraska Press, 1964.

再版补充

我们不仅没有过度负债，而且还应该再通过各种方式去借更多的钱！也许，负债规模应当达到目前的三倍以上！（为什么？读一读《投资最重要的三件事》一书的第 6 章你就明白了。）不过，我原来的评论仍然是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

83 国防支出与国民生产总值

今日，美国军事开支明显上升，你是否担心这会损害经济的发展呢？看一下图 83 中的历年美国国防开支情况，即军事支出占国民生产总值的比重，就能解除你的担心了。

多年来，我们都被媒体报道所轰炸，说里根总统任期内的军事支出巨大，财政划拨的国防经费全是天文数字。实际上，美国在 1982～1985 年的军事开支已经超出了第二次世界大战以来任何四年的经费总额，包括朝鲜战争和越南战争期间。如果单看货币金额的话，去年的美国国防支出总额为 2540 亿美元，差不多相当于 1980 年里根就职总统时的两倍。

看过了这样的统计数据之后，你肯定就能理解为什么人们会认为美国的国防开支已经变得危险而失控了。接下来，大家开始担心，这样的军费花销会不会严重破坏国家的经济健康呢？如果能冷静地思考一下这个问题的话，你就会发现，目前国防开支状况对经济的影响并没有很多批评所指出的那么严重，在图 83 中，你就能找到支撑这种观点的论据。

从图形走势上来看，比较令人吃惊的是，国民生产总值中划归给军事支出的比重在多年来竟然一直呈现惊人的下降趋势。在朝鲜战争期间，国防开支占国民生产总值的比重达到了大约 14% 的样子，但是到了 1986 年，这个比值就只有 6.4% 了，还不到那时的一半。而且国防部最近指出，预计军事开支在 1987 年又会大幅下调，估计将低于国民生产总值的 6%。就算你不太愿意相信国防部的估计，葛兰姆－罗德曼（Gramm-Rudman balanced-budget amendmet）平衡预算修订草案和目前的国会态度实质上也强调了要削减国防预算，以平衡最近 10 年内的财政赤字。

如果我们仔细查看事实就会发现，所谓“高额的国防开支侵占了我们的私人消费，正在降低我们的生活水准”这样的观点并不成立。事实证明，我们已经不断降低了军事方面的支出比例，而加大生活消费。换种方式讲的话，你可以说，是私有消费比重在不断增长，从而降低了国家在军事开支方面的支出比例。如图 83 所示，在军费开支的每一波大浪当中（1951 ～ 1953 年、1966 ～ 1968 年和 1981 ～ 1985 年），无论升浪来得多么强烈，历时都非常短暂，然后紧跟着增长率不断降低。从图上看起来，这种模式就像是在不断重复自我复制一样。

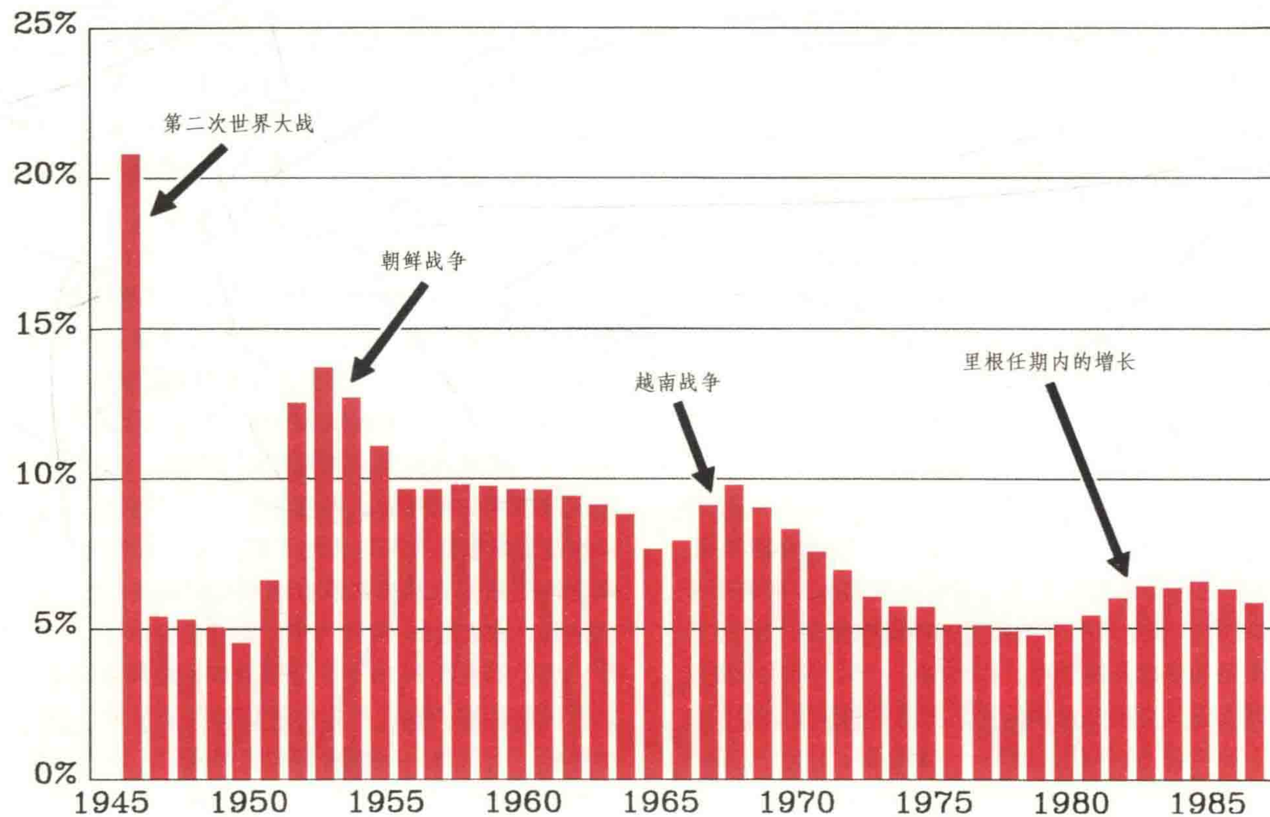
当我们感情用事时，便总会发现事实跟感受之间往往是有区别的。所以，你也许并不喜欢军事开支，但你不能将你的观点建立在军事开支会损伤经济发展这种臆想之上，而应当建立在事实之上。相对过去来说，我们在国防方面的开支占经济收入的比重已经低很多了。

再版补充

由于大家都普遍担心伊拉克战争的成本和美国的国防开支金额，在本书的附录 B 中，我们将这幅图进行了更新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 83 国防预算占国民生产总值的百分比变化：1945 ～ 1986 年



资料来源：*Statistical Abstract of the United States*, 1986, U.S. Bureau of the Census.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

84 不被经济学家认可的经济周期

在预测经济的盛衰周期方面，康德拉季耶夫长波理论的效果远好于绝大多数经济学家的预测结果，但是，这个理论根本不被很多经济学家所接受。康德拉季耶夫在20世纪20年代提出，资本主义具有55年一轮回的进化周期，以清除它的过度发展。现代康德拉季耶夫长波理论的推崇者更是预测到了1974年和1982年凶恶的大萧条和20世纪80年代的投机繁荣景象。波浪是比较难以理解的，没有哪一个波浪会简单重复上一个出现，这可能是因为两个波浪所需要的时间加起来已经超过100年了，从进化的角度来看，跨度实在是很大。在舒曼（Shuman）和罗斯诺（Rosenau）合著的《康德拉季耶夫长波理论》（*The Kondratieff Wave*）一书中，对该理论进行了非常简单但易于理解的介绍。不过，大部分内容都忽视了这个波浪其实在全球都存在巧合的复杂性。

如果从底部开始计算的话，一个“理想的”波浪将耗时50～55年的时间。以1935～1955年为例。刚开始的时候，利率、通货膨胀率、股票价格和房地产价格都处在非常低的位置上。政治家们从反政府干涉的政策转向了支持联邦政府，于是政府开始投资基础设施建设：在20世纪50年代主要是建造机场和修建高速公路，在1880～1910年主要是修建铁路，在19世纪三四十年代主要是修建运河。在漫长的经济衰退期和近代的通货紧缩阶段（20世纪30年代、1873～1888年、1837～1843年），老一辈的企业管理者对经济发展的信心备失，基本没有人预期未来会出现通货膨胀，那时连订单都接不到，更没有人指望未来还能扩张。

但是，社会中总会有一些激进分子。一些年轻的企业家还是积极地扩张了他们的企业。整个社会已经与通货紧缩和大萧条斗争了20年，很多的工厂和生产设施都关闭了。需求被抑制了太长时间，人们都希望能换新房子或者买入任何他们能够负担得起的东西。政府的财政政策也是扩张性的。就这样，慢慢地，敢于冒险的年轻一代在温和的通货膨胀下赌成功了。接下来，通过一次又一次的博弈和胜利，他们的地位也不断得到提升，直到后来成长为新的领头人。

战争爆发（越南战争、第一次世界大战、美国独立战争、1812年战争），接下来，在战后5～10年内，通货膨胀愈演愈烈（详见图55），而利率的上升却要慢一拍，于是大家都选择不再储蓄存款，相反，都把钱用来投资股票和房地产，以抗击通货膨胀的影响。无论在哪一次波浪中，房地产都是主要依靠负债来支撑的投资项目。在一个长达55年的大波浪周期中，房地产总是站在最耀眼的位置，紧邻其后的就是股票。当初敢冒风险的那一辈年轻人慢慢年纪大了，但他们仍然习惯性地认为未来还会继续通货膨胀，所以仍然不断加大产能投资。最后，他们的投资过剩，利率冲到很多人从来都没有想到过的最高水平，最糟糕的经济不景气时代来临，在之后的40年当中，商业摇摇欲坠。

战争结束5～10年后，通货膨胀慢慢收敛变得越来越不明显。当初敢冒风险的那一批人不相信通货膨胀会消失，他们一辈子都在通货膨胀中挣扎，而且每一次赌通货膨胀都赢了，所以他们不接受这个事实，仍然继续在进行建设和投资。他们非常幸运，自以为自己非常聪明。他们以为通货紧缩是不可能发生的。可是，商品价格和利率都在一路下跌，低价格的产品无法匹配新投资工厂的运行成本，新一代勇敢的年轻人开始发起了并购狂潮，因为在这种情况下，直接买入资产要比自己投资建

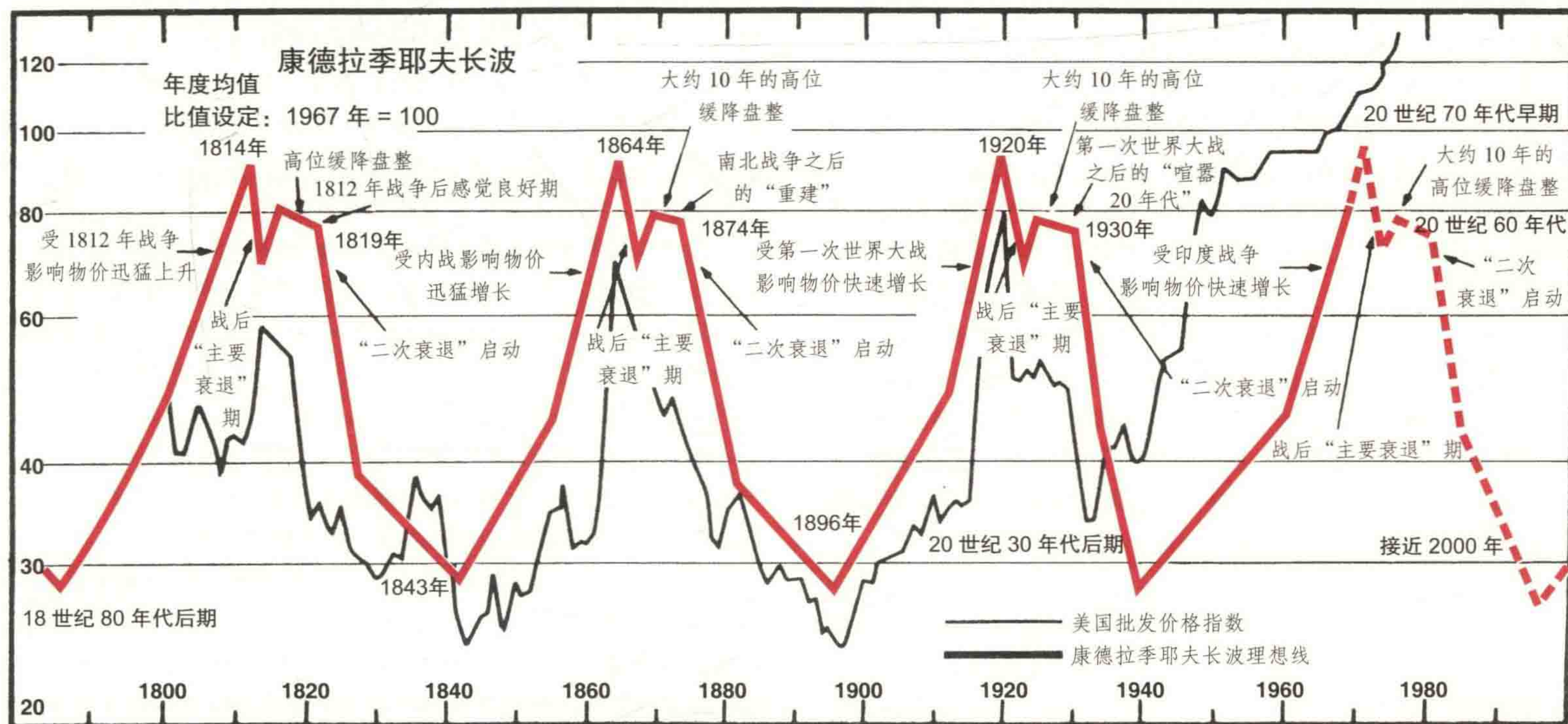
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设便宜得多。随着价格的下跌，企业家纷纷要求政府建立贸易壁垒，将“掠夺性的国外竞争者”赶走，因为他们“冲击了我们的市场”。股票和房地产价格一路高涨，但是接下来，1929 年、1873 年、1835 年或者也许还会在 1987 年，经济大萧条爆发，然后在接下来的 10 ～ 15 年中都是萧条和通货紧缩——并慢慢地开始进入到一个新的经济周期当中。

再版补充

在附录 B 中，我已经更新了本图，并加入了新的评注。

图 84　康德拉季耶夫长波：1780 ～ 1986 年及以后



资料来源：Copyright 1971 by Foundation for the Study of Cycles, Inc., 124 Highland Ave., Pittsburgh, PA 15206.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

85 太阳黑子的活动规律

当第一次碰到有人试图根据太阳黑子的活动规律来预测未来的时候，我觉得他们真是荒唐至极。到现在，我也还不太相信他们，但我开始觉得会有那么一天，当我们的科学家们能掌握更多信息的时候，是可以根据太阳黑子的运动来做出惊人的预测的。这是因为，我后来了解到，这些我以为疯子般的人物竟然都是美国国家航空航天局的科学家，于是，我开始有点转变观念了。且让我从头道来吧。

所谓太阳黑子，是太阳表面上可观测到的黑色耀斑。自 18 世纪以来，天文学家们就一直记录着太阳黑子的数量和大小，他们将这些记录整理为了一个时髦的指数，用来反映太阳黑子的整体“数量”情况。很有意思的是，太阳黑子的活动十分有规律，每隔 11 年便会重复发生一次。图 85 中就列出了 1755 ～ 1978 年的太阳黑子“数量”分布情况。

后来，当科学迷们把这些消息透露给投资者时，大家发现了一个惊人的巧合。在美国历史上，三次最大的股灾（1836 ～ 1843 年，1872 ～ 1878 年，1929 ～ 1932 年）都刚好发生在太阳黑子活跃期之后，而那些程度相对较轻，但仍然让人极度痛苦的股市暴跌，比如 1907 年（详见图 32）、1937 年和 1969 年的熊市也是如此。这样一来，一下子就有不少人都开始关注太阳黑子的活动情况了。

当然，也有很多次股市下跌并不符合 11 年一轮回的太阳黑子活动周期规律，并且，在几次明显的太阳黑子活动高峰期之后，也并没有紧跟着出现股价的下跌。因此，太阳黑子理论的崇拜者们很快便被贴上了“怪人”的标签——可能确实那也是他们应得的。但是，这并没有妨碍这些科学怪人们继续探索，比如，最近就有好几本这样的书籍出版了，托马斯·赖德尔（Thomas Reider）的《太阳黑子、星星与股市》(*Sun Spots, Stars and Stock Market*）便是其中之一。

当现代科学家借入这个话题后，他们发现，太阳黑子的运动基本上是可预测的，其运动规律与各类太阳射线的辐射波动情况密切相关。β 射线、γ 射线、宇宙射线和其他全部射线的辐射情况都与太阳黑子运动相关，且可预测。那么，这又有什么重要的呢？举例来说，当太阳放射出大量紫外线辐射时，电离层就会发生离子化导致浓度增加，变成一张像锡毯一样的东西把地球包围起来，在这种情况下，要想通过电离层将信号传递给卫星和其他接收器就会非常困难。

NASA 是美国国家航空航天局（National Aeronautics and Space Administration）的简称，不过，看起来也像是“需要再次评估太阳黑子”的简称（need another sunspot assessment）。NASA 已经花费了大量的资金用来研究太阳黑子问题，他们发现了大量的相关性，并将绝大部分的研究成果在 NASA 所出版的《太阳、天气与气候》(*Sun, Weather and Climate*）中进行了详细的介绍。图 85 就是出自这本书。潮汐高度的变化、臭氧总量、大气电流、暴风轨迹、雷暴活动、降雨与干旱、X 射线和阿尔法粒子等，都与这些小小的太阳耀斑活动相关联。谁曾想得到呢?

但没有人真正弄明白太阳黑子产生的原因，所以关于这个话题，我们其实仍然还处在黑暗时代当中。不过既然太阳黑子或者导致太阳黑子产生的任何原因，能控制在我们小小的大脑中间来回跳跃的 β 射线数量，改变我们的无线电波传递性能和主管其他所有各种各样奇怪的事情，为什么我们不能自信地假定太阳黑子也可能会影响我们个人和大众的心

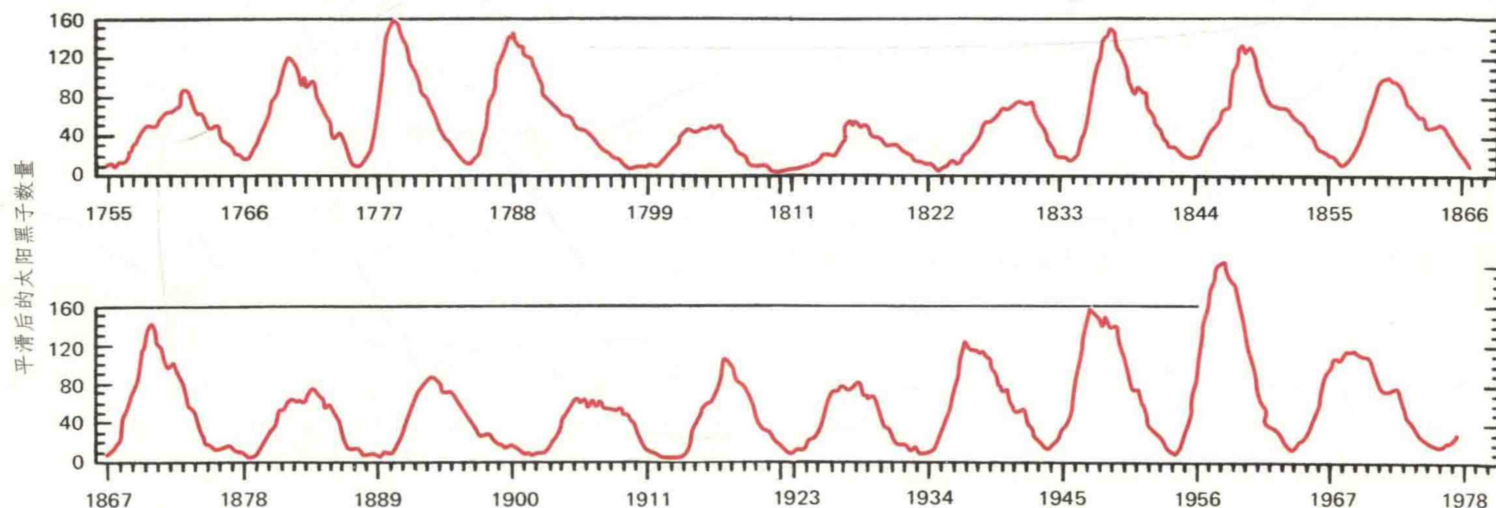
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理，改变大家的情绪模式，从而从心理学的角度去影响金融市场呢（也许是用一种我们目前还不能理解的方式）？谁知道呢，也许有一天科学家们甚至会发现世界本是圆的。

再版补充

世事难料！我经常问的另外一个问题是："其他人都看不懂的问题，你能看懂多少？"也许，你可以通过弄明白太阳黑子的一些问题来战胜市场。

图 85　太阳黑子的运动规律：1755 ～ 1978 年



资料来源：John R. Herman and Richard A. Goldberg, *Sun, Weather, and Climate*, National Aeronautics and Space Administration, 1978.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

86 熊市与女人的裙子长度

在与他人的竞争中，你靠什么胜出？是对利率的关注和了解，还是研究女人的双腿呢？华尔街可能是女权主义者难以攻克的最后几个堡垒之一了，一些华尔街的从业者认为，女人的双腿可以作为一个预测未来股价走势的指标，而且，这个指标比本书和其他地方所介绍的那些传统指标都好用。下面就让我们来谈谈这个裙长指数（hemliine indicator），你会发现它很让人吃惊，但话题却非常严肃。

裙长指数的支持者们认为，影响投资者情绪在乐观和悲观这两个极端摆动的那些心理因素，对非投资者也会有同样的影响，并且很容易传染到时尚领域。图 86 就说明了他们的观点：短而轻盈的裙子长度能暴露出更多的腿部，常常与牛市相关联；而像维多利亚风格的长裙则通常与熊市相关联。

以第一次世界大战前期为例。如图 27 所示，当时的股市表现平平，那些爱观看女孩子的人也找不到什么兴奋点。女孩子们都穿着长长的裙子，而股市也“熊”得一塌糊涂。但到了 20 世纪 20 年代，一股狂热之风吹向了股票市场，也吹精神了那些爱观看女孩子的人。女孩子的裙子长度变短了，到 1929 年的时候，时尚的新潮女郎开始穿相当大胆的短裙——即使是用今天的标准来看都短得不可想象。但是，随着股票价格在 20 世纪 30 年代一泻千里，女孩子们的裙子长度也开始变得越来越长，普遍遮住了整个腿部，只露出一点点脚踝。40 年代，股票市场的发展毫无起色，女孩子们的裙子长度也没啥变化。但是到了 50 年代，股市开始回温，女孩子们的裙子长度也重新开始变得越来越短。那些爱观看女孩子的人们精神一振，于是股市继续上行。如果调整了通货膨胀的影响，当时的股票市场热度第一次超过了 1929 年时的水平，而且这种热度一直持续到了 60 年代中期。就在这时，时尚界推出了迷你裙。

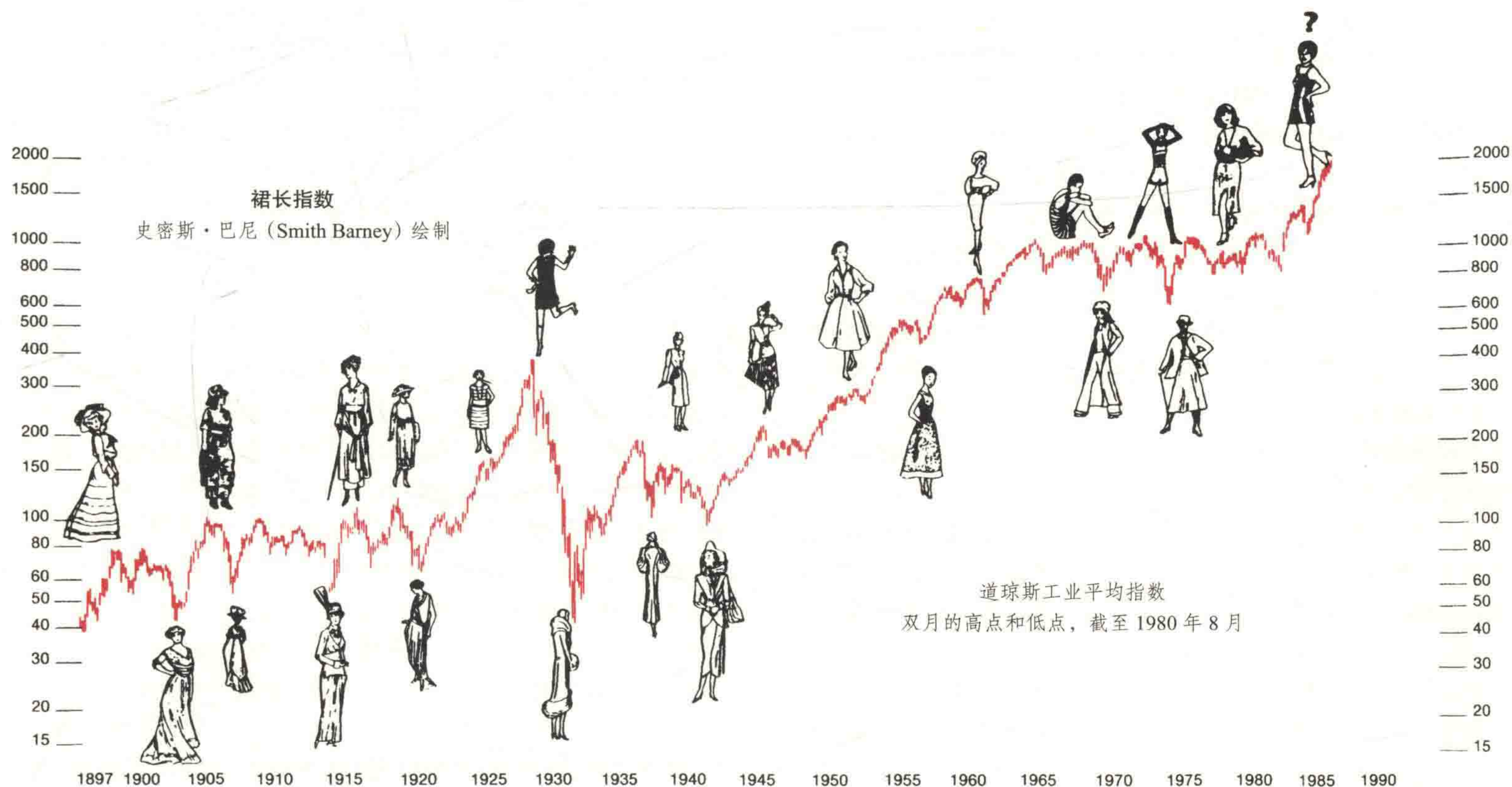
另外有些人认为，裙长指数只是一个表象，它回避了基本的问题（抱歉）。他们认为，女孩子的裙子长度反映的是基本的心理的和社会的影响力量。比如，他们举例说，同样也是在 20 世纪 60 年代中期，卡罗尔·多达（Carol Doda）首次在旧金山的秃鹫（Condor）夜店里穿上了单片式比基尼，并由此带动了全国性的时尚潮流。这些社会分析家认为，当时流行的赤裸上身舞蹈也是那种心理流行趋势的反映，正是这样的心理，带领着股票市场冲向了顶部。但是接下来，到 70 年代中期，市场开始变得阴冷了，如果我们调整了通货膨胀的影响（详见图 22）来看的话更是如此，于是裙子的长度开始增加，时尚界推出了能拖到脚踝的超长裙。

观察女孩子的裙长走势的基本好处在于你的四周都是观察对象，所以你不需要到布满灰尘的图书馆书架上去找投资参考数据。不过当然，裙长是无法定量的，这并不能成为一门严谨的科学。而且，除了一些特别让人吃惊的巧合之外，我们其实难以说清到底是裙长预示着未来，还是只是反映了过去。究竟是短裙意味着股市要开始进入上升通道了，还是股市进入上升通道以后，女孩子们就开始穿短裙了？从技术上来看，裙长的变化是滞后于市场发展的，那么，裙长的变化表示市场要反转了吗？谁知道呢，我反正是回答不出来这些问题的。这个问题对我来说就像是骗局一样。因为在最值得一提的几次牛市期间，就像经历了 1932 年和 1974 年的剧跌之后到来的那种牛市期间，却看不出裙长有什么变化。

那么，这个裙长指数对我们今天有什么启发呢？一位敏锐而多疑的观察者不确定大家在 1986 年后期的股票市场中的投资方向而犹豫不决，于是她说：“可能市场就跟女人的裙长一样——现在什么都可能发生。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 86　裙长指数：1897 ~ 1986 年



资料来源：Smith Barney Harris Upham，Incorporated.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

87 别买那些需要喂食的东西

有一天早上，我太太看到一个人正拿着一根20英寸长的棍子，伸向我们树林边的一棵树。后来了解到，那是我们的邻居，他当时正想把他家那只价值1000美元的猫从一棵橡树上给弄下来。他本来是要搭乘飞机前往东部的，当时都已经晚点了，可他担心的却是他太太的爱猫，还问我有没有什么好的建议可以让猫从树上下来。我脑子里乱作一团，默默地念叨着我脑子里一闪而过的一句话："千万别买那些需要喂食的东西。"这是去世已久的我父亲的叔叔亚瑟先生，一个旧时代的投资狂人曾经说过的。

出于爱好，我最近养了一些小鸡和小鸭。我很享受能吃新鲜的蛋，并看着鸭子们在我家的小池塘里游泳。结果，好像浣熊和土狼也很喜欢我这些长着羽毛的精致小朋友，到最后，就只剩下两只了。

有些人可能会被图87所误导，误把良种马当成一个非常好的投资方向。根据图87，在1970～1980年这十年当中，一岁纯种马的价值从7676美元上升到了30 000美元。我清楚这其中的原因，因为十岁的纯种马是非常难得一见的，当然，这听起来确实有些愚蠢。不过，马的价值确实是随着年龄的上升而下跌的，所以这种类型的报价在长期范围内是不容易得到的。你显然不能像亚瑟叔叔投资股票和房地产那样去投资一匹马。亚瑟叔叔在15年前去世的时候，手里还握着他在20世纪30年代买入的股票呢！不过我想，一匹珍贵的40岁的马可能还是会像古董一样值钱吧。

更糟糕的是，马匹们还需要照顾——房租、食物、鞋子、设备、兽医的费用等，都需要花钱。一位在1974年就放弃了马匹生意的朋友说，他一共养了30匹马，每匹马一年的直接成本为1100美元。其次，要么你需要放弃掉其他的活动（机会成本），要么你需要请人来照顾你的马匹。最后，要想把马儿出售出去，你还得支付教练的费用（佣金），这一项大约会占到售价的15%。

在弄清楚一项投资的真实回报时，不能只看图87中的出售价格，而忽视了这些作为扣减项的辅助费用。如图60所示，即使是不动产税都可能让房地产投资的真实回报下降不少。但是，与这些投资项目相反，股票和债券不存在运行成本，反而还可能存在持有收益，而取得持有收益会增大我们的回报总额。

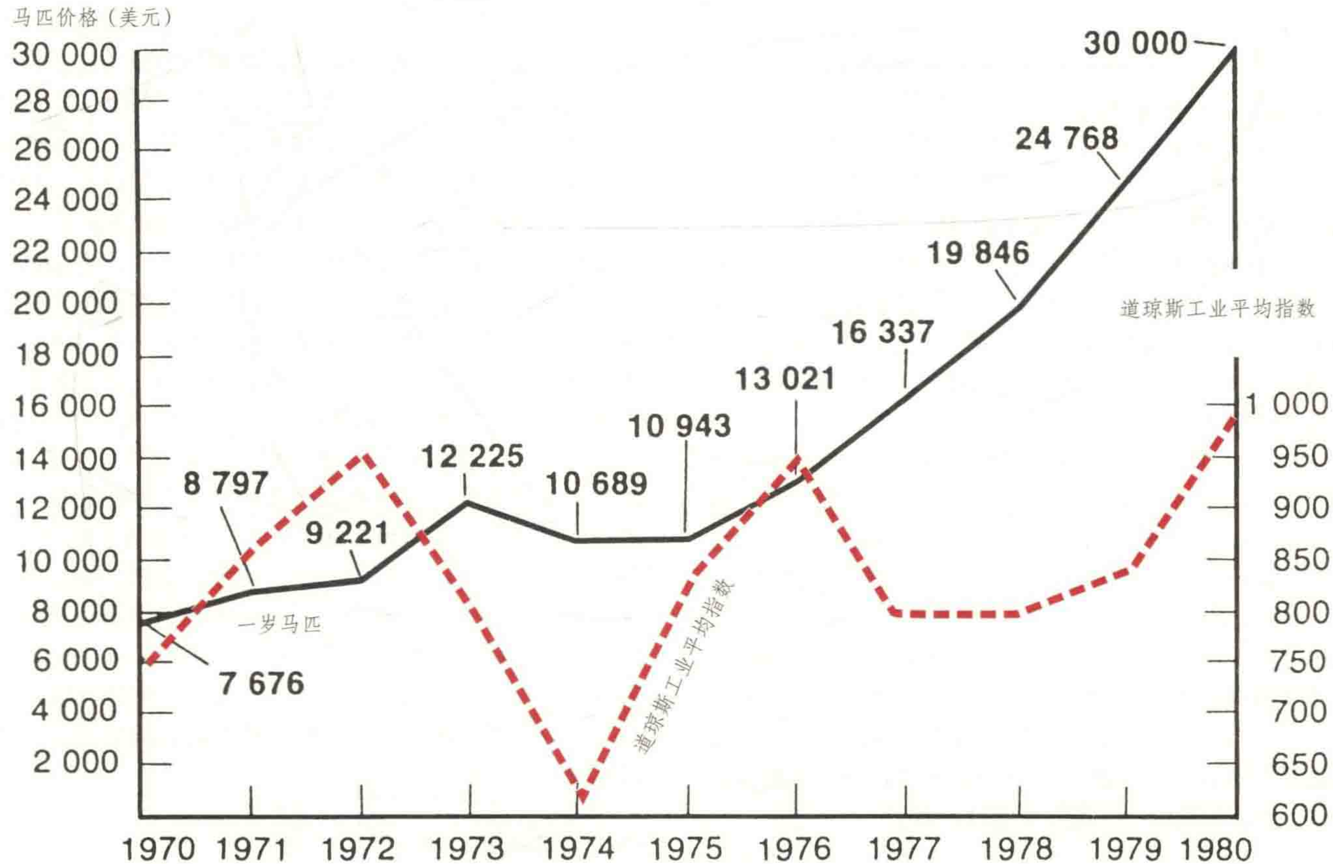
根据图87，看起来投资良种马的回报要比投资股票的更高，情况是这样的吗？如果我们减去十年当中每年1100美元的直接成本，调整了通货膨胀的影响后，那么，最终的价值就要从30 000美元变成17 250美元了，需要扣除12 750美元，再扣除掉15%的佣金，你只能得到14 662美元——如果你需要请人照料这些马匹的话，那么还要再扣减掉相关的费用。在这幅图中，道琼斯指数在这十年里从600点上升到1000点，但在这些年里，道琼斯指数组合还支付了大约每年5%的股利。如果将每年5%的股利都再投资到股市当中，那么，股利部分还会产生价值增值，到1980年，总价值应当大约能达到15 910美元。扣除掉出售股票时需要缴纳的1%销售佣金，最终，你能得到的金额为15 750美元。两相比较，股票投资胜出——而且这十年还不是股市表现最佳的十年。

此外，股票还是可流动的，而马匹只有在它们被推进熬胶的锅里以后，才具有流动性。如果有30 000美元的本钱，你可以买入全部道琼斯指数组合的股票，而不是两到三匹马。并且，马匹会死亡，而股票很少会退市。

所以，无论何时，如果有人推荐你买入一项事后还需要现金投入和护理的投资时，请记得阿瑟叔叔说过话："千万别买那些需要喂食的东西。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 87　一岁良种马的平均价格与道琼斯工业指数年末收盘价对比：1970 ～ 1980 年



资料来源：B. Ray Anderson, *How You Can Use Infl ation to Beat the IRS*, New York: Harper & Row, 1981.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

88 华尔街的巫医

对于经济和财务预测来说，“防备假先知”总是一句聪明的警告。但是当技术分析师（那些真正的华尔街巫医们）开始单纯地根据过去的股价走势预测未来时，请千万要小心了！这里就有一幅很好的巫毒图可以作为代表。图 88 出自一本 1964 年出版的著作，这本书的作者认为，股票价格走势是服从物理定律的，其论点大致可表述如下：如图 88 所示，由于市场走势表现为一条指数增长曲线，又由于物理定律表明，这种指数增长趋势会继续发展下去，所以股票价格走势也会沿着这条曲线无限期地继续下去。如果我们按这个毫无逻辑性的结论来推算股价的话，那么股票价格就应该越长越快，到现在，这个轨道的速度肯定都已经达到了每分钟要涨 1000% 的恐怖节奏了。

常识告诉我们这是一派胡言。如果观察重力定律的话，结论都能比这个更好点：凡是涨起来的，最后都会跌下去。实际上，几年以后，股票市场的走势就从这条“指数曲线”上脱轨了，在接下来的 17 年中，按真实购买力来计算的下跌幅度已经超过了 70%（详见图 22）。在牛市中，人们会觉得任何东西都是看涨的——即使那些顽固的人也不例外。

这个谬论的理论依据是我们可以不考虑其他因素的干扰，单凭过去的价格变化情况，就能预测未来的价格走势。除了一大堆想要向你推销这个观点的书籍以外，没有任何学术的、实证的或者理论的证据能够支持这种说法——从来都没有过。在预测未来的价格走势方面，单纯的过去价格变化情况是没有什么帮助的——也许完全就没有。

任何熟悉概率论的人都明白这一点，你若不信，还可以自己试验一下：拿一张绘图纸然后在上面随便画一点；接下来，找来一枚硬币抛 50 次或者 100 次；如果抛到了正面，那么将刚才那个点右移一格再上移一格，然后再画一个点；如果抛到了反面，那么，在上一个点的基础上还是右移一格但再下移一格，然后再画一个点；就这样不停地抛硬币并向右画点，在你开始变得不耐烦之前，请想象每一个纵向的小格代表 1 美元，而每一个横向的小格则代表 1 天。最后，将你所画的点都用线条连接起来，所得到的结果就跟一只典型股票的价格走势相差无几了。请你就这样不停地重复试验，完成未来的上下波动走势。

几乎没人能预见到这样的模式；绝大多数人都认为，如果已经连续出现了很多次正面的，那么下一次出现反面的机会就会加大。但是，随便找一个学过统计学的学生都知道，无论前面出现了多少次正面，下一次出现反面的概率都是 50%。那么同样地，股票价格的每一次变动也跟它以前的价格走势是无关的。

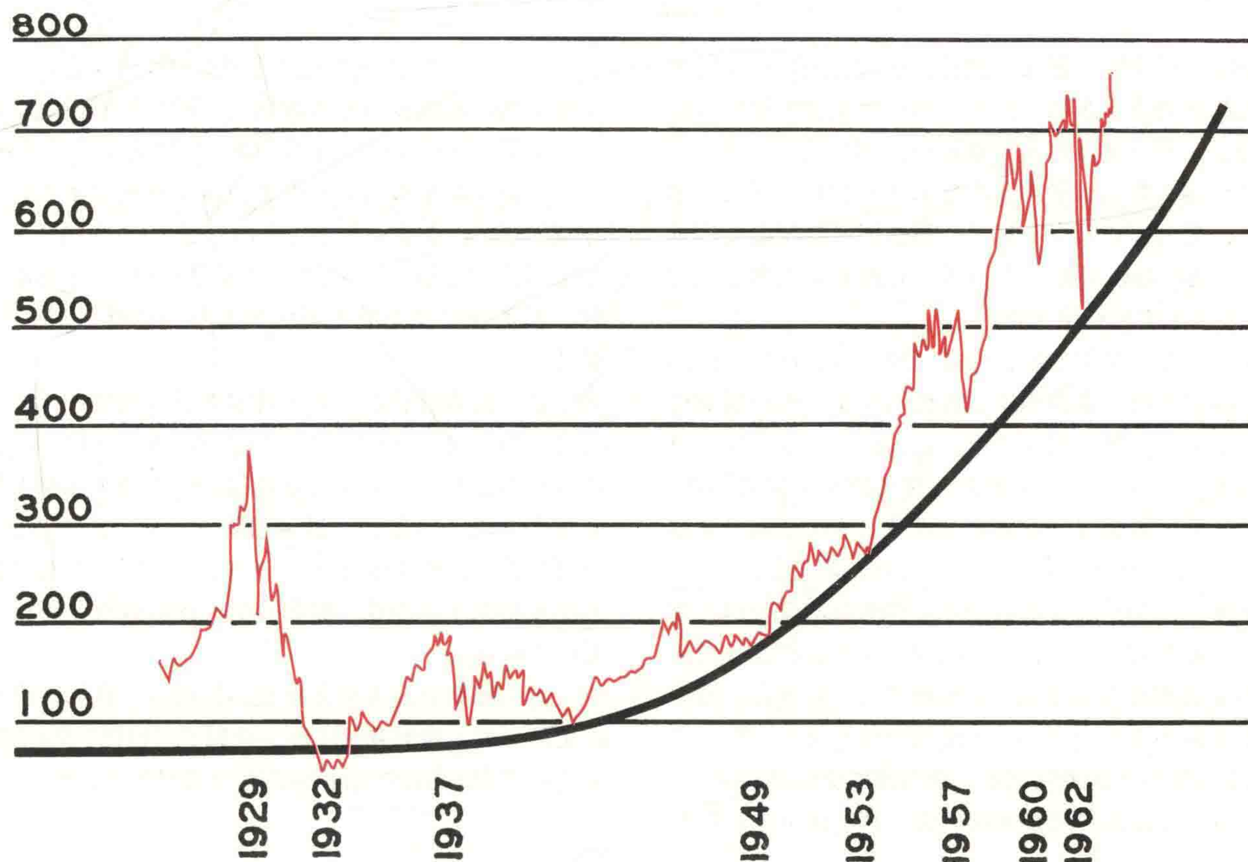
这并不是说所有的价格图都没有预测价值。比如，请看图 4，它列出了股票收益率与债券收益率之间的历史关联关系。当股票的市盈率为 20 倍（即股票收益率为 1/20，或 5%）而债券收益率为 9% 时，就会有套利空间存在（详见图 4 的讲解）。如果企业的利润在未来不能实现长期快速增长，那么，在这种情况下，就还不如投资债券——因为能得到更高的收益率，而且说不定未来的价格也更好。类似地，本书中的其他图也具备预测价值，因为它们说明了一种基本的经济因果关系。最重要的一点是，不要被单纯建立在价格走势上的预测结果所束缚，这种预测一点用都没有。

再版补充

我不需要为你更新这幅图——因为随便找一张报纸，你就能读到道琼斯指数的当前水平。指数函数曲线走势仍然在继续！（不过你应当忽略道琼斯指数，因为与所有的价格加权指数一样，它是有问题且会产生误导的。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 88 道琼斯工业指数的指数型上扬：1926 ～ 1962 年及以后



资料来源：Benton W. Davis, Dow 1000: *The Exponential Secret of the Great Bull Market*, Larchmont, New York: American Research Council, 1964.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

89 自然的诅咒与金融

有些人非常容易被图冲昏头脑。图是一种能让我们快速理解历史情况的良好资料，根据图能学到不少东西；但是，图也可能会把我们引向错误的结论。在我们身边，有一帮被称为“技术分析师”的人，他们认为根据某件东西过去的价格走势，就能预测出它未来的价格。其实，如果真有这样的情况的话，那可实在是太罕见了。虽然图可以帮助我们理解各种情况（对理解未来也可能有帮助），但并没有任何证据表明单凭过去的价格走势就可以预测出未来的价格变化。

大多数的周期性模式，无论类型如何，如果呈现出持续而整齐的曲折走势，那么都会有一些自然的因素在当中。大树的年轮、阿拉斯加棕熊的种群动态、狐狸与啮齿类动物的数量关系、太阳辐射、潮汐以及更多事物都表现出了可重复发生的、可被理解的，并可被预测的周期性。但一旦有人类牵涉其中，可理解的部分就常常变得乱七八糟，而可预测部分也变得难以实现。于是，人们才会对一些古怪的理论推崇备至。

图 89 列出了每 9.6 年一轮回的小麦收成周期。作为自然现象的一部分，它是符合可预测这个标准的。请注意如果从收成的顶点和低谷出现时间来判断的话，它的走势很符合长度为 9.6 年的“之”形模式。图中点 A 即表示符合周期模式的小麦收成变化。不过凡事总有例外。图中点 B 则表示在这个几乎完美重复发生的模式当中，所出现的新例外。

小麦的收成到底是由人还是由自然来决定的呢？其实很可能自然和人力都对此有影响，但人为了小麦的收成肯定是出力不少的。因此，这个看上去不断重复的收成模式与那些纯粹受自然影响的东西——比如潮汐的周期，在可预测性方面是遵循不同的逻辑道理的。

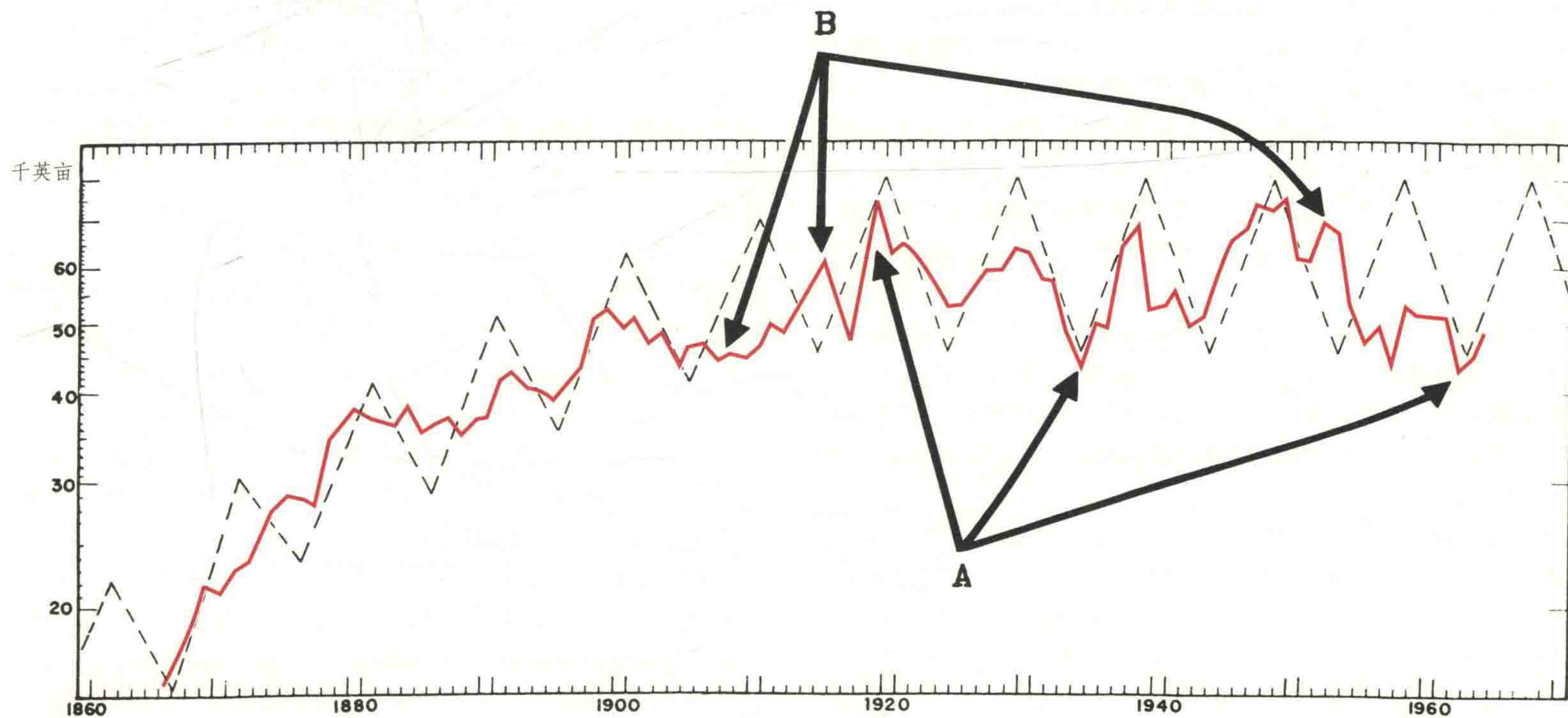
你敢不敢拿钱出来打赌，说这个模式会永远这样完美重复呢？如果你真的赌了，那么，你期待着的就是 1986 年的小麦大丰收——可是，这场赌局你肯定输了。你还会期望当 1991 年到来时，小麦的收成不会太好。准备好打这个赌了吗？我是不会这样跟人去赌的，这完全就是盲目的。

概率论告诉我们，有些看起来具有周期性规律的事情其实完全就是巧合。如果每个美国人都不停地像我们前面的实验那样抛硬币，那么，没准总有个地方的人可以连续很多次得到正面向上的结果。但这并不表示那个人就可以每次一抛硬币就正面向上，或者说他能够预料到结果，而只是说他比较幸运而已。“连锁信”游戏也是这样的道理，它可能让你的朋友得到了不少钱，但到你的时候恰好链条断掉了。有些事情仅仅只是因为运气。

对于那些看起来完美重复的图模式，我们需要小心谨慎。如果没有完美的自然力量解释（注意，是源于“自然”的解释），那么这种看起来完美的周期可能刚好会在你需要它的时候被打破。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 89　每千英亩小麦收成的 9.6 年周期性走势：1860 ～ 1970 年



资料来源：Copyright 1971 by Foundation for the Study of Cycles, Inc., 124 Highland Ave., Pittsburgh, PA 15206.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90 别把你的藏身之所都输掉了

“现在不能买进股票——指标看起来很糟糕，马上就要跌破底线了，所谓的牛市马上就要变成奶牛市了，它们需要喂奶呀！羊群效应太强大了，现在大家都在跟风买入。别把你的藏身之处都输掉了。”

上面这段话大约发生在1900年！是根据图90所得出的研究结论。当时正处于世纪之初，很多人仍然还住在农场中，而不是在城市里。通过观察养牛业的变化趋势，你就能对当时的金融和商业发展有所了解，这就跟目前我们把汽车行业或者房地产业当作风向标来进行研究是类似的道理。

本书列出了很多图，然后以这些图为基础展开了分析、总结和预测。这些图当中，有很多都已经非常古老了，但对比过去仍能让我们从中受益。分析图的关键是要弄清楚，曾经将各种事件紧密联系在一起的历史趋势背后，是否有有效的因果关系支持，若有的话，那么图90就能对我们预测未来具有真正的参考价值。

图90非常漂亮而迷人，即使你并不需要靠畜牧业发展趋势去预测未来，它也会带给你一些有用的启示。这幅图出自“布鲁克迈尔经济图示”系列丛书（可同时参考图33），这在当时可是经典之作，里面有大量你感兴趣的东西。

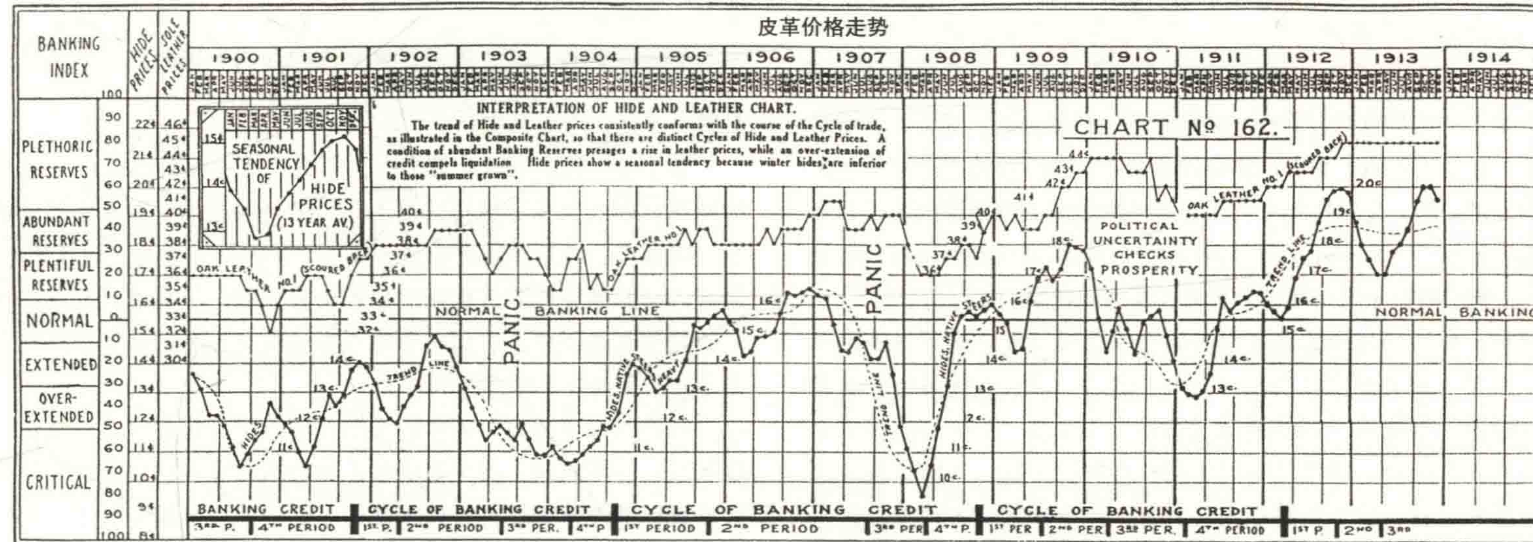
请看图90中间的皮革报价，最低点为1908年时的9美分，而最高点则为1913年时的20美分（相应的比例尺度在左纵轴上）。如果你返回到图33，并将图90与图33进行比较的话，你会发现皮革的价格走势与股票市场的波动是平行一致的——尤其是与铁路公司的股票价格走势特别一致。因为在当时，家畜的运输是铁路公司的一项大业务，投资者们利用皮革价格作为股票市场走势的一个同步判断指标，密切关注股票的价格走势与皮革的价格走势出现相背离的情形。如果皮革价格下跌而股票价格走高，或者皮革价格走高而股票价格下跌，观察者就会寻找各种迹象，判断这两者之一谁会发生反转，然后二者的走势又回到同样的发展趋势上去。

所以，当图33结束以后，在1911年和1912年，由于皮革价格上涨了50%，投资者根据这个参考指标预测股票价格在近期也应该出现上涨。但是，他们错了。如图27所示，在1917年之前，股票价格都没有超过它们在1909年时的顶点，而且直到20世纪20年代中期，才大幅度超过了当时的高点。这主要是因为农场活动在经济中的重要性在最近几十年中已经快速下降了，所以，过去的那种关联影响关系已经不再有用了。

本书中的图都是非常重要的，而且有效性很强。但是，正如根据皮革价格走势来预测当前的股价走势会过时是一样的道理，我们不能根据过去曾经有效，而现在已经失效了的逻辑因果关系来进行投资决策。对于那种看起来具有很强的历史影响力的单一变量关系，在用来预测未来时需要足够小心谨慎才行。讽刺的是，“上帝”为我们所设计的生活就是这样的，一旦你刚刚发现并掌握了一种关联关系，它就断线了，如果你还使用这个糟糕的工具来为人生导航的话，那么小心可能要将藏身之所都输出去了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 90　皮制品的价格走势





资料来源：Reprinted by permission. © Copyright by Les Euell and John R. Euell Anthony, *Brookmire Investment Reports* , P.O. Box 586, Daytona Beach, FL 32015. All Rights Reserved.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结　论

人们对很多事情都感到害怕——联邦赤字、药品危机、战争、逐渐攀升的犯罪率，甚至华尔街。现在，你应该能知道，很多吓唬人的东西都是不值得我们去担心的，金融世界不会因为这些因素或者其他原因而走到末路。在人的一生中，一直都存在着很多真正的问题需要我们去面对，问题总是难免的，我们的日子就是在面对各种各样的问题当中度过的。

举例来说，你不可能因为赤字引起的金融危机就在金融市场中输掉所有的钱。但是，如果你盲目在高价买入，然后一遇到点挫折就开始慌张，于是在过度乐观之后的调整期里就卖得干干净净，那么你的钱多半会以这样的模式而赔掉。即使没有严重的社会问题干扰，人们也总是这样做。华尔街和你自己的歇斯底里完美契合，能给你带来各种凡是你想象得出的混乱来，但这一切都只是建立在神话和想象当中的。

华尔街之舞已经跳了好几个世纪，在这支舞中，我们经历了战争、变革、饥荒和通货膨胀，并继续在不断地探索、科学发现、纳粹威胁、经济衰退和大萧条中演奏着。它响彻了全球经济的各个盛衰周期，始终按自己的旋律在进行着。华尔街不会为政治家而起舞，也不为国王或者记者或者你我而起舞，它只为自己舞动。而且，在可预见到的将来，它还会继续这样舞下去，就像它过去曾经一路舞着过来那样。你唯一可以选择的是要不要跟它一起共舞，如果要的话，是想舞成一名小丑呢，还是赚点小钱，乐在其中。

如果你想进入到这支舞当中，那么，这里所提供的 90 幅视觉化呈现的图就可以成为你在进行估值工作时的持续指导，对于市场的波动、利率、房地产、商品和通货膨胀等故事，它们均有涉及。而且从现在开始，当有人又开始狂热或者歇斯底里地失去理智时，你可以回过头来重新看一眼这些金融历史，它们能让你对事情有更深刻的认识，让你判断出什么是异常的而什么是理智的。

这些图都不需要特别多的介绍，所以也无须做过多的结论，它们本身就可以说明问题，而主要的结论则应当由你自己决定。当绝大多数的估值指标都指出市场已经处于高位了，还值得继续坚持下去吗？你必须要自己做出判断，这里只提供工具（那就是舞步）但具体要怎么跳这一曲还得取决于你自己。

我们的联邦负债太多了吗？关于这个问题，你在本书中已经学习了，从目前来说，更多的是一个道德问题而不是经济问题，并且相应地，只有你才能对它做出判断。把联邦持有的土地都卖掉，然后用所得来偿债怎么样？请你来判断。如果你已经看过了相关的图，那么，你要么已经接受了我的观点，要么就已经有了自己的想法。无论怎样，相比你从来没有看过这些图之前，你现在肯定对这个问题有更好的理解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战胜市场

那些试图想比市场更“超前一步”的人，没有一个是成功的。生活中有各种各样的预言家都声称他们能预测市场的方向，有些人还说他们能做出准确预测，不过这些人中的大多数都是靠出售信息为生的。我从不相信这些人。如果真的有这种人存在的话，他应该早就已经发了大财，成为家喻户晓的公众人物了。如果真的有这种人存在的话，根据我在我的上一本书中的计算，他每年的平均收益率应该能达到 50%——这可是个很了不起的水平呀！

假定有一位投资者通过抵押他的住房取得了 25 000 美元的启动资金，那么，如果能实现 50% 的年收益率，只需要 21 年，他就可以登上《福布斯》杂志全美最富有的 400 人排行榜；只需要 26 年，他就可以实现身价 15 亿美元。这种绝佳的市场时机在哪里呢？醒醒吧！你是不可能找到这样的投资机会的，因为它们根本就不存在。

那么，有人战胜过市场吗？当然有。几十年来，关于那些战胜过市场的人，存在着很多报道。这些人中的绝大部分都能在市场顶部持有现金，而在市场底部大量地投资买入。他们都有些什么共同特征吗？是的，那就是，他们中从来没有人会想去领先于市场，他们的关注点在另外的地方。他们从来不会说“今天已经到达顶部了，全部卖出”，同样，他们也不会费力地去认定股市的底部在哪里。

相反，他们会学习一些基本面价值投资技术，比如我经常在《超级强势股》这本书中和《福布斯》专栏里介绍的那些方法，在这些方法的指导下，他们会努力去寻找符合他们的质量和价格需求的股票来进行投资。当股票价格全都处在高位，他们找不到符合这些投资标准的股票可供投资时，他们就不会买入股票。随着牛市的发展越来越深入，很多他们在过去提前买入的股票价格越来越疯长，这些聪明的投资者就会及时卖出。但是由于卖出股票之后他们无法找到符合买入准则的新股票，所以，现金余额才会进一步增加。

了解事实

当然，在市场处于高位时，手里却拿着一堆现金不免让人觉得愚蠢。如果股票价格仍然向上发展，你会感觉怎样呢？同样地，在大跌之后买入也会让很多聪明的人心里惴惴不安。这些人都是非常精通自己的投资业务的。但是像沃伦·巴菲特、约翰·坦伯顿、本·格雷厄姆、T. 罗·普莱斯和其他一些投资大师，都是靠自己从事实当中去寻找安慰，而不会去依赖别人。他们获得事实的渠道有很多种，其中常用的一种是看过去的事实为今天的情况提供了哪些选项，然后再做出自己的选择。他们并不需要再研究这些图，因为这些原始的信息早就已经被印在了他们的脑袋里。但是，你可以借助这些图去向他们学习。

不过，别指望光凭这些图就能了解所有的市场转变，事实上，没有人能做到这一点（因为之前就没有人成功做到过——为什么要去玩一局你无法胜出的游戏呢）。相反，应当判断股票的投资价值，只买入那些符

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合本书第一部分中介绍图时所揭示的历史共同运行规律特点的股票。如果这些股票的定价过高，难以找到合适的购买机会，则不要着急，先行观望。让这些图发挥类似于董事会那样的作用，使你保持平稳，给你投资的建议，就像那些具有传奇色彩的投资者利用刻在他们脑子里的那些数据来辅佐决策那样。

当股票市场的下跌幅度达到了25%，让你感到害怕时，请看看这些图。你需要找到安慰，因为你是在价格低位的时候买入这些具有投资价值的股票的，所以不用慌张。当市场上人人都在吹嘘他们已经赚了多少钱的时候，你却因为找不到可以投资的对象而感到害怕，因为看了这些图后你发现，从长期的历史水平来看，处于价格低位的只有一些垃圾股。当人人都在说利率要下降的时候，也请参考这些图，因为你怀疑不是每个人说的话都有可能会成为事实。此外，你还可以定期看看这些图，以更新和加深你从中学到的那些道理。

学会跳舞

你从这些图当中应当学会些什么呢？每一幅图都是一个故事，我们不可能在结论中一一进行复述。在每一部分的导论中，都对这部分的主要内容进行了大致介绍，欢迎你仔细品读。不过，这里还有两个重点值得一提。一是建议你给自己准备一个财务计算器，并学习怎样使用它，学会从复利率的角度来思考问题，因为这才是华尔街之舞的节奏所在。只要学会了这一点，你就能成为华尔街的佼佼者，你很快就能看到自己金融投资回报和满意度的大大提升。

另一点也正是本书的写作目的所在——为什么我要写这么一本书呢？我希望本书能使你乐于去寻找和观察事实，而不是将行动建立在幻想之上。如果你能从现在开始自己动手搜寻图，用图来证明你自己的观点，根据事实而不是大家在说着什么去得出有益的投资结论，那实在是太让我开心了。假如你正在考虑一些投资选项，不管是怎样的选项，大图书馆里总是有这方面的图可查的。比如，假定你对在澳大利亚投资有兴趣，这个话题由于太偏并没有被纳入本书当中，那么，你可以从A. L. 拉菲德（A. L. Lougheed）的《布里斯班证券交易所：1884～1984年》（*The Brisbane Stock Exchange*, 1884～1984）中找到相关的图，并从中受益。甚至，你还能找到关于马来西亚、基里巴斯或者马尔代夫这样的国家或者地区的经济走势图——都在《亚洲开发银行成员国发展中国家重要指数》（*Key Indicators of Developing Member Countries of the Asian Development Bank*）这本书中。

类似的信息太多了，完全无法穷举——而且也没有必要。请带走对你有用的部分，然后将剩下的内容放回到书架上。如果一幅简单的图就可以抵挡千言万语的话，那么根据金融历史情况去分析现实的能力就更值得学习了。如果你已经学会了如何依据事实去进行推理，而不是将行动建立在想想上，那么请使用本书所介绍的这类基于事实的图让自己远离歇斯底里，这样，你对华尔街之舞将产生全新的认识。

2007年作者注释：再版补充

撤出市场，等待更好的时机再进入——这样的情况实在是很少出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股票市场中，试图频繁地进出简直就是一场灾难。但是在极少的情况下，你确实可以退出市场进行自我防卫，然后等待时机卷土重来。在过去20年里，我只发现过三次这样的机会。第一次是在我刚写完这本书的时候，那时我突然对股市行情很看淡，于是就采取了防卫措施。那一次经历对我的帮助非常大。接下来，在1990年时，我又这么干了一次，再一次地，这一次我也受益匪浅。然后，2000年后期，我第三次从股票市场抽身而出了，同样地，这一次我也获益颇丰。这三次经历都可以从我以前的《福布斯》专栏中查到（下一次如果再这么干的话，我可能就会失败了。不过，在这么长的一段时期里，四次就能赢三次也已经非常不错了）。

在极少的时候，事情会变得非常古怪，你能看穿其他人所无法看清的东西，并因此而躲开一场大熊市的洗劫——那实在是非常值得做的。我想，本书里的图和故事就能帮助你建立起这种分析和洞察的能力。当其他人都还在看涨的时候，只有你因为看到了别人都忽略的东西而看跌并保持冷静，这样的能力是绝佳的——事实上，真是拜上苍所赐。但要做到这一点也是非常不容易的。当大家都一片死气沉沉的时候，你还能坚信不需要我们看跌；而且，对于你所预见到的坏事情，你还需要确保别人同时还未领悟出来，所以股票价格还没有反应。所以这些都是很难做到的。

结论的最后一部分（学会挖掘事实，学习根据事实去采取行动，而不是根据盲目从众或者白日做梦）与我的新书《投资最重要的三个问题》的主题不谋而合。这本书是已由 John Wiley & Sons 在2006年出版。其中，挖掘事实对你是否能够坚持并擅长此道尤为重要。我希望你能喜欢本书，并学会欣赏这支在接下来的几十年中仍然继续的华尔街之舞。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 A 吓唬小孩的鬼话

如果市场指数的波动幅度达到了 100 点甚至更多，就像最近这样，人们就会开始紧张了，这时，千万不要让大众的恐慌情绪扰乱了你精良的长期投资计划。对大多数投资者来说，真正最严重的问题是寻找确实具有投资价值的股票——尤其是在一个四年就可以上涨 130% 的市场当中。要坚持对这些优秀公司的投资信心，不能因为它们的名气不大就草草抛售了事。

可是，有些人说，联邦赤字问题如此严重，使整个经济都受到了威胁，这些名气不大的股票不也包含在当中吗？并非如此。虽然你从媒体上读到了很多关于赤字的宣传，政客们也喋喋不休地说不完这个话题，但对于那些拥有可靠投资策略的人来说，赤字或者联邦债务问题只是众多不值得去担忧的稻草人问题之一。

问题的关键并不是赤字的规模或者联邦负债总额，而是我们的偿债能力。事实是，联邦负债总额占国民生产总值的百分比相对于 20 世纪 50 年代中期还下降很多，同时也低于 60 年代中期时的水平。在第二次世界大战期间，公共债务占国民生产总值的百分比曾经达到 120% 的峰值，但在接下来的 30 多年里，这个比值不断缩小了。即使是在出现预算赤字的时候，由于真实增长率和通货膨胀的共同影响，国民生产总值增长的速度也远大于赤字规模的增长速度，所以，负债相对于国民生产总值的比重也是在缩小的。通货膨胀在这当中起到了巨大的作用，它通过膨大偿债能力而降低了负债的真实价值。

到 1955 年时，联邦债务占国民生产总值的比重就已经由 120% 下降为 58%；1965 年时为 42%；而 1975 年时则达到了 40 年间的最低点，只有 25%。自那以后，情况就开始恶化了，是的，确实是恶化了。赤字规模开始增长，赤字占国民生产总值的比值也开始上升，升到了什么样的水平呢？跟 40 年代时的低位水平差不多，但现在的各种条件却与那时发生了翻天覆地的变化。

另一种看待赤字问题的方式是将它与其他国家的水平进行比较。在过去 5 年当中，美国的平均赤字规模占 GNP 的比重为 3%，那么，其他国家的水平如何呢？在日本，这个比率为 7.4%；德国为 2.5%；法国为 2.6%；英国和加拿大分别为 3.5% 和 5%。但是，还是有人担心地说，美国的赤字和债务问题更严重，因为我们的储蓄率太低了。这种说法也是非常夸大的。苏珊·李（Susan Lee）在一篇引人入胜的文章（参见 1985 年 12 月 16 日的《福布斯》杂志）里曾经指出，美国与其他国家在储蓄率方面的差异主要是由于会计核算处理的不同和我们如今不同的储蓄方式所引起的，比如，我们更多地使用了养老金计划。

对我来说，我甚至不能确定赤字问题是不是真的存在——如果你认为赤字是个问题的话。假如杜邦公司像美国政府这样记账的话，这家强大的化工巨人也会已经实质上赤字运行好几十年了。但杜邦公司这一路都发展得很好，仍然是一家伟大的公司，这是怎么回事呢？在企业建造工厂、购买汽车或者电脑时，它会把这类支出资本化，报告为资产负债表上的一项资产，然后在这些资产的使用寿命内再慢慢地记录它们的费用。但美国政府不编制这样的资产负债表，对于它买的任何东西，都直接马上报告为费用。如果都采用美国政府这种极其保守的现金收付制记账方法的话，《福布斯》500 强企业当中的很大一部分都会变成赤字运行企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国的随便一个大型机场都要值好几十亿美元，高速公路、军事系统、邮政服务、公园和林地等，全都造价不菲。还有小额一些的支出包括电脑与卡车等。到目前为止，每种主要商品的大买家都是政府，而政府对这些购买支出全都是立即费用化处理的——哪怕买入未经开发的土地也是如此。

不过，在州和地方政府这一级，却存在着巨大的预算盈余——合计起来差不多占联邦赤字官方金额的一半，不过这些盈余都来自联邦政府的转移支付 1000 亿多美元。由于州和地方政府也没有将它们的资产购置支出进行资本化处理，所以它们的盈余数额也被低估了。

所以，如果你把联邦政府、州和地方政府合在一起，并且将它们的资产购置支出也像公司那样进行资本化处理，你就会发现政府的“赤字”已经接近消失，或者干脆已经消失了。赤字占国民生产总值的比重会变得非常小，完全就不值得一提了。

请不要误解我的意思，真正的问题确实是有的——比如政府支出的增长。自 1965 年以来，联邦支出一直按 11% 的速度在增长，更糟糕的是，联邦支出占国民生产总值的比重已经从 18% 上升到目前的 24%。如果仍然保持这样的增长速度的话，只需要 96 年的时间，政府就能消耗掉我们全部的国民生产总值——所有的！如果考虑到里根总统任期内通货膨胀的水平更低一些这个条件的话，里根总统在任期内每年花掉的 11% 的国民生产总值其实比卡特总统任期内的开支水平还要高一些。

所以，如果你想要担心什么的话，请担心政府开支的增长趋势吧。不过，尽管联邦赤字问题和股票市场中蔓延的恐怖气氛都令人担惊受怕，但我们的世界还没有到达末日呢。对那些在低位买入了好股票，并一直持有，直到市场也发现了这些股票的价值的人，是会得到很好的回报的。

摘录自费雪先生发表在 1986 年 10 月 6 日的《福布斯》杂志的专栏文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 B 更新的图例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供给与需求：真正的驱动力

图 B1 是图 18 的更新版，运用了目前普遍使用的一些指数，但你仍然不能只依靠第一印象就去急着得出结论。根据图 B1，乍眼一看，似乎价值股在任何时候表现都不错，而科技股则是投资需要回避的。但是，牢牢地坚守（或者回避）任何一种狭窄类别的股票都是荒唐的。只要投资的时间足够长，所有类别的股票都应该有几乎相同的回报，回报率的差别只是最近几年才开始产生——这就是图 B1 显示的内容。标准普尔 500 指数和纳斯达斯指数之间出现差异性走势基本是从 2000 年或 2003 年才开始的，具体哪一年要看你如何看待它——在这段时期里，价值股变得非常热门。

股票的价格就跟任何你能买到的其他东西的价格一样，纯粹地由供给与需求关系来决定。因为 IPO、新股（或债券）发行、回购和收购都需要相当多的时间和努力，因此在短期内供给是相对固定的，价格受需求驱动。但从长期看，供给可以无限地扩大或者萎缩，这意味着长期价格将由我们目前无法预测的将来的供给压力（用今天的技术，还没有人能够预测到它）来决定。

具体的工作原理是这样的。假定 A 公司目前的价值为 10 亿美元，现在，它生产出了某种抢手的新产品，于是希望扩大资本成为公众持股公司。A 公司让出它 20% 的股权，融资 2.5 亿美元。现在，公司价值总额达到 12.5 亿美元。每个人都很兴奋，包括那些投资银行家们，因为他们能从公司的 IPO 总额中收取一定比例的佣金，转瞬间就能大赚一笔。于是就像运作 A 公司一样，投资银行家们又继续运作 B、C、D 等公司，因为他们渴望赚取更多的佣金。由于投资者的需求强劲，股票价格持续上升，于是 IPO 就可以源源不断。

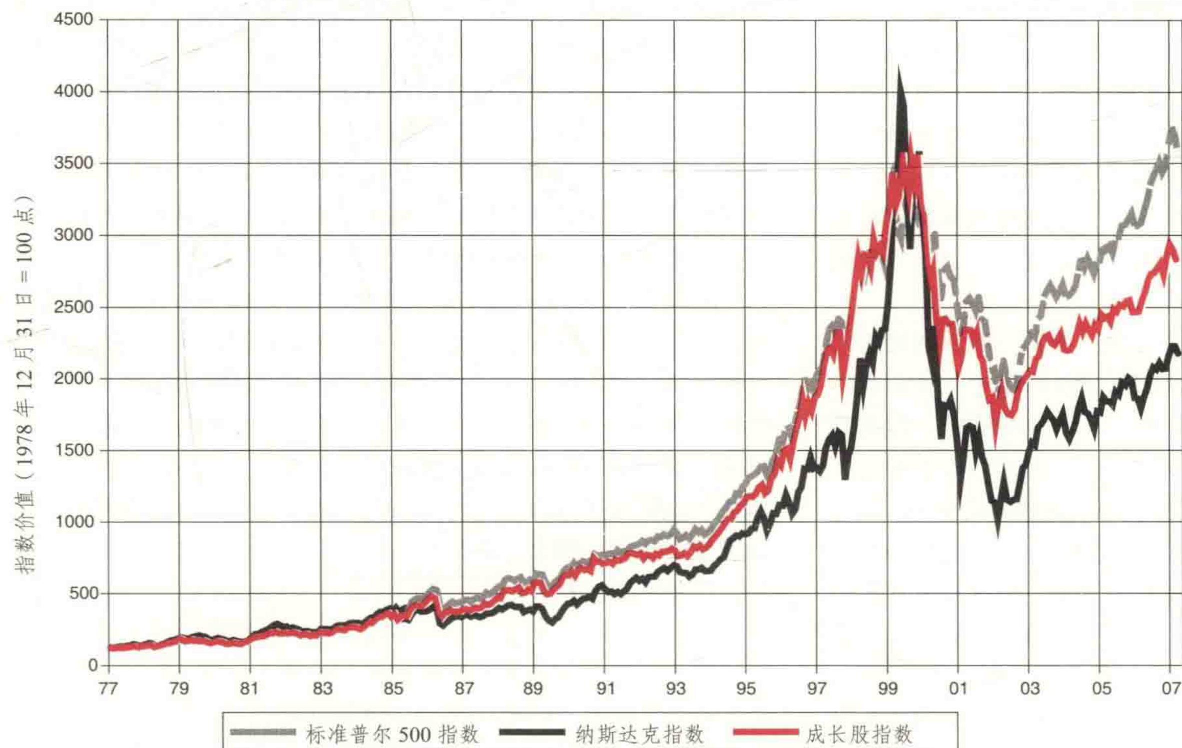
接下来，假定另有一家市值为 1000 亿美元的老牌企业 X，也希望进入这块抢手的新产品市场。它愿意出价 30 亿美元收购 A 公司，用新发行的 X 公司股票作为对价来进行支付。这样，市场上就有了更多的股票！只要有需求，企业家和投资银行家们就总能满足。最终，供给淹没了需求，股票价格下跌了。这恰恰就是我们在科技股 IPO 泡沫破裂中所看到的画面——供给超过了需求，股价崩盘了，就像你在图中所看到的那样。（虽然这只是个极端的例子，但其中的意思相信你是能懂的。）

如果反过来，供需关系也能发挥作用。股票供给会因为用现金进行的回购和私人收购（那些大胆的投资银行家在债务私募中又赚到佣金了）而变少。无论是企业的首席执行官还是投资银行家们，都不会认为某个投资领域能永远具有投资优势。对于每一类股票而言，并不存在发行上限要求，即没有规定说某种股票只能发行或者回购多少数量。股票会根据需求情况以及是否有利可图来进入（或者离开）资本市场。这就是为什么从长期来看，各类股票的回报会相似的原因。随着时间的流逝，某种类别的股票供应会减少，而另一种类别的股票供应则会增加，以满足投资者的需求。确实，的确有统计证据表明，某种类型的股票在过去的平均收益似乎更好——但你并不能单纯根据这一点就去打赌这种趋势能长时间地持续下去。

无论从图上看起来如何，没有哪种类型的股票的表现会永远优于其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 B1 标准普尔 500 指数的总回报率、纳斯达克综合指数、标准普尔 / 巴诺 500 成长股指数的总回报率：1975 年 1 月～ 2007 年 7 月



注：出于比较目的，将 1978 年 12 月 31 日的三种指数都调整为 100，图中显示的是月末价值，最近的一次报价是 2007 年 7 月 31 日的。
资料来源：Ibbotson Analyst, Global Financial Data.

他类型的股票。这背后的原因是资本的力量。如果你认为价值股、成长股、大盘股、小盘股、新兴市场股，或者其他什么股，比资本和资本市场的定价与套利机制更有威慑力，那么你真的错了，还有很多需要学习。到最后，只有资本会赢，而其他都将以失败告终。有些人认为在这个物质的世界上还有比资本更具威慑力的事物，那么，当市场向他显示威慑力时，他就有的受了。所以，你最好不要泛泛地进行投资（尤其是国际化投资），而是要随着趋势的变化动态调整你的投资重心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债、联邦政府与吸毒者

图 B2 是图 74 的更新版，时间轴延至 2006 年。

当我在 1987 年撰写本书的时候，我认为我们是能够应对联邦负债的。因为美国在此前也曾经历过那样的债务水平，而且一切都很顺利——所以，当时我判断美国的债务水平不算太高。其实，这种看问题的方式是错误的。从现在来看，不仅我们现在的债务水平是良性的，而且事实上，我们的负债水平还显得低了。如果有更多的债务可能还会更好——也许将各种债务的规模都扩大 3 倍才好。更重要的是，如果负债太少，其实对国家经济是有害的。

美国人近乎宗教信仰般地不喜欢负债。不过，我们一般对通用电气这样实力雄厚的公司承担负债是不介意的，而且，我们对自己的负债也不担心，因为每个人都知道自己能负责任地处理好自己的债务问题。但我们担心其他的傻瓜。不负责任的傻瓜，会像失去控制的吸毒者那样鲁莽地欠下债务。还有比瘾君子的债务更让我们担心的，是愚蠢的政府负债。在大家心中，都认为联邦政府是最愚蠢的挥霍者——比吸毒者还糟糕 100 倍。

就个人而言，我不喜欢有关联邦政府的任何事情，但我并不讨厌联邦政府所承担的债务，原因在于乘数效应。在美国，新借出去的钱在第一年中平均可以换手 6 次。第 1 次花出去的钱也许是愚蠢的，但后面的 5 次就能发挥效能了。比如，你借钱买了一辆汽车；汽车经销商用卖车得到的钱给职员发了工资，又进货把库存补上；员工们有了工资就可以买食品杂货和短袜；杂货店又向更多的员工发薪水……如此不断地进行下去。吸毒者花出去的钱也是这样的——除了他的第 1 次花钱消费比你买车要愚蠢以外。政府所花出去的钱肯定比瘾君子买毒品还要愚蠢，但一旦这些钱被消费出去以后，就会进入正常的流通程序当中，慢慢地就变为正常的经济消费了。所以，政府通过负债借入资金然后再愚蠢地消费掉，总比它不借也不花对我们的经济发展更有利——原因就是乘数效应。

因此，目前要减轻政府债务规模并不是个好主意，那么具体负债规模要到怎样的程度才是合适的呢？金融学告诉我们，当边际成本等于边际收入时，总利润最大。换句话说：即当借款的成本恰好等于资产的回报时，我们的债务就到了合理前提下的最大值，利用这些债务去购买足够的能创造利润的资产，以便让我们的公民尽可能地富裕起来。

目前的借款成本，从总体上看，大约为 6%——如果考虑税收影响的话，那么税后借款成本大约为 4%。我们有 111 万亿美元的资产，美国 2006 年的国内生产总值大约是 13 万亿美元，这意味着我们的资产回报率是 12%——这是远超借款成本的，而且其中还包括税收。我们的资产回报率是借款成本的 3 倍，所以，美国有理由负担起更多的债务，哪怕钱第 1 次被花出去时是愚蠢透顶的。更多的债务意味着更多的资产，进而象征着更多的财富，更富有的公民。当然也不能借款太多，因为这不符合道德标准的要求。

有一些边缘人士总是和债务过不去——而且一直都这样。但从总体上来看，美国长期以来是从渐渐增加的债务中获得了好处的。还不相信吗？看看著名的“17 年”吧——即从 1965 年到 1981 年这段时间。这 17 年被普遍认为是股票市场收益惨淡的时期。(如果看无用的道琼斯指数，股票收益就非常不景气。但如果看标准普尔 500 指数，则股票市场的年化收益率为 7.7%。虽然低于平均值，但算不上太差。) 有趣的是，在这 17 年中，政府偿还了部分负债，联邦债务占国内生产总值的比重达到了很多人一生中的最低点，结果是股票市场收益惨淡，整个经济也不温不

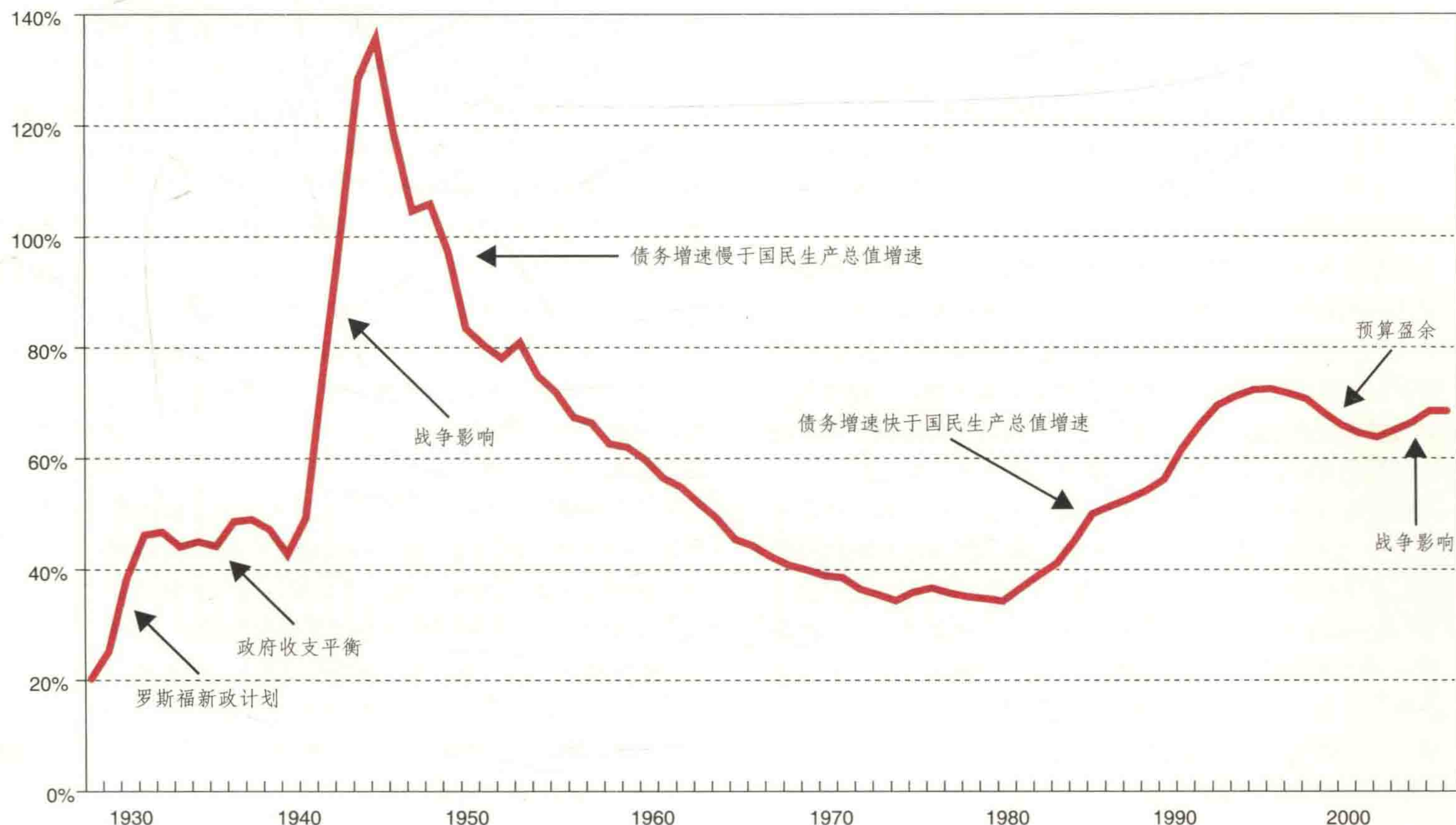
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

火地发展。请问，现在你还坚持你原来对政府负债的看法吗？

零债务会怎么样呢？安德鲁·杰克逊总统曾在19世纪30年代中期还清了美国政府的债务，但结果却是灾难性的。我在图76的说明中已解释了当时的情形，请读一读。

我们不仅不应该担心政府的债务问题，反而应该开始积极思考，如何才能使用更多的杠杆，买你能够买到的一切可爱资产。这可比盲目的担心要有趣得多。

图 B2 公共负债净额占国民生产总值的百分比：1930 ～ 2006 年



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恰如其分地看问题

图 B3 是我将图 83 中的数据更新到了 2007 年，它漂亮地突出了很多投资者所犯的一个共同错误——不能区分比例大小恰如其分地去看待问题。

这个错误的根源在于行为金融学的影响。因为我们的常识是从父母那里学到的，而父母们的常识又是从他们的父母那里学来的，依此类推。在处理石器时代的祖先们所面对的那些问题时，我们的头脑可以很够用；但在面对现代的、非直觉就能解决的问题时，比如股票市场中的投资决策问题，我们的头脑就抓狂了。

对待庞大的数量级单位时也是如此。我们穴居的祖先知道猛犸象很大，而兔子很小。但除此之外，他们并不需要做太多的相对思考。这和今天的投资者也是一样的——我们听说 2007 年美国的国防预算是 5200 亿美元，于是我们古老的大脑就会凭直觉认为这个数字很大。但有人会把当前的预算与过去的进行比较，与第二次世界大战时美国国防预算的峰值——1945 年时的 830 亿美元相比，当前的预算已是个天文数字。

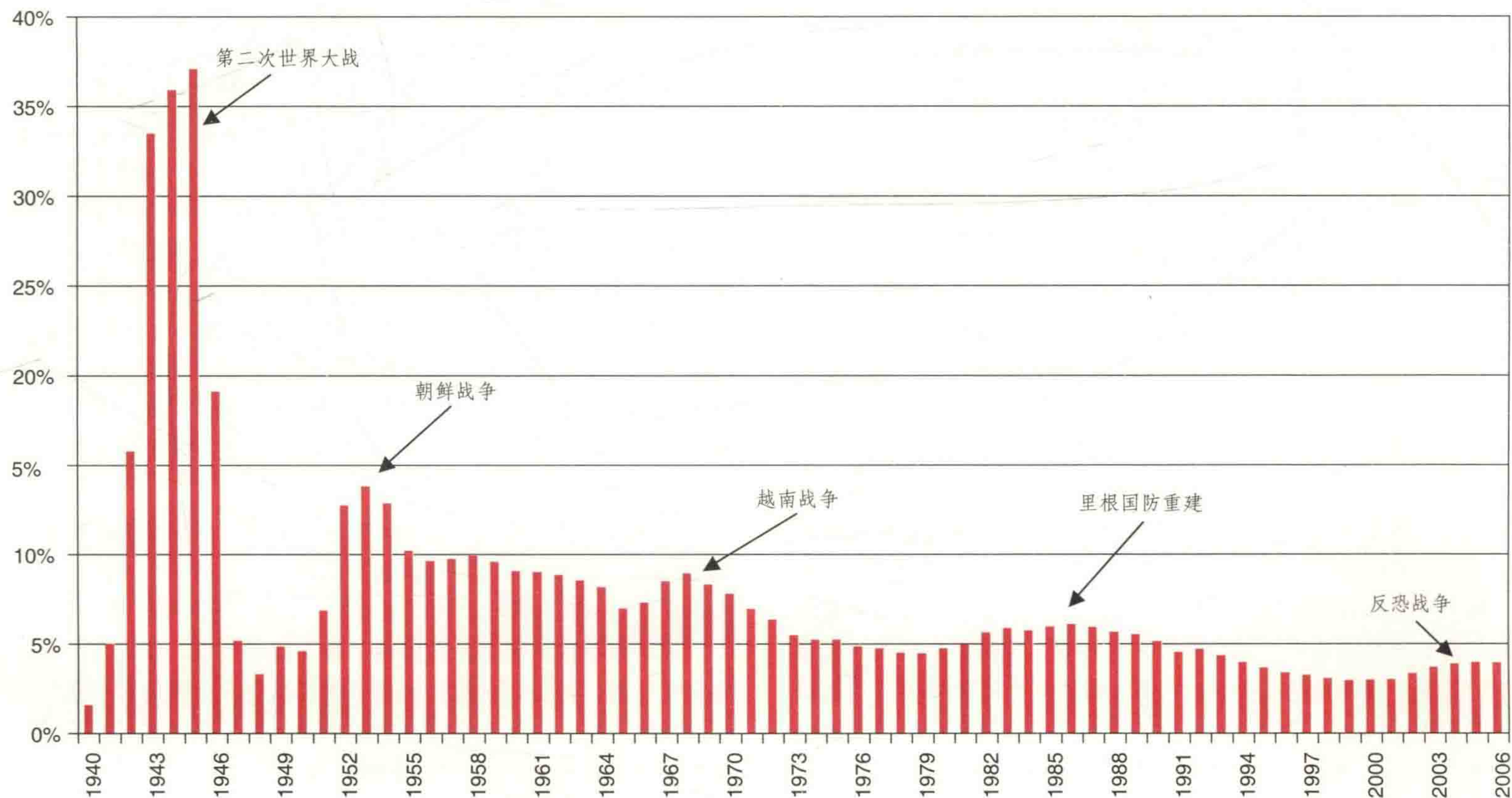
对待庞大数量级数字的正确态度是用相对的方式——比如，用占美国国家收入的百分比来进行比较。图 B3 显示，为了阿富汗和伊拉克的战争，美国的军事预算占国民生产总值的比重有小幅上涨，但其实仍低于里根时期（冷战）的水平。当时，20 世纪 80 年代经济欣欣向荣，股票投资回报很可观。因为国家正在两个战场展开战争，再加上还有看不见踪影的反对恐怖主义战争，所以你可能会认为美国在这方面的开支一定非常高。不过，当国防预算占国家总收入的比重还不到 4% 时，就很难辩称有什么隐秘的军工企业阴谋存在了（人们会仍然辩称这里面有阴谋，因为不理性的人总是会说一些不理性的事情）。

媒体总喜欢拿巨额的数字来吓唬我们。想想看，伊拉克战争每年的开销是 870 亿美元。多大一个数字呀！但这其实只占美国当年国内生产总值总额的 0.7%，而美国的国内生产总值相当于全世界国内生产总值的 35%。把这些都考虑进来，那么，伊拉克战争在经济上的影响完全可以忽略不计。这不是在道德和伦理上支持或反对伊拉克战争，我只是举个例子，希望你能学会理性地、恰如其分地看待巨大的数字。如果你认为伊拉克战争非常难以接受，那么你必须知道，从经济的角度来看，这种难以接受的事情的影响并不大；如果你认为伊拉克战争是美妙的，那么同样地，从经济的角度来看，这种美妙的程度也不高。

你也应当学会区分比例大小的影响、恰如其分地看待其他的巨额数字，因为媒体总是喜欢拿着这样的一些数字来吓唬公众。看看贸易逆差吧。2006 年时，美国的贸易逆差是 6800 亿美元。又是一个天文数字！但是首先，我想申明发达国家的贸易逆差并不是末日的先兆。相反，它可以是经济健康的表现。（我知道，这么说也许会让你们一些人愤怒。如果你真的感觉愤怒的话，那么我鼓励你去读读我的新书《投资最重要的三个问题》中的第 6 章。）美国的贸易逆差只占国内生产总值的 5%，而且更奇妙的是，这和英国贸易逆差的相对规模是一样的。（我打赌你不知道那些顽皮的英国人也有很大的贸易逆差！）使用相对比较的方式去进行思考，那么，像预算赤字、债务规模、次级房地产抵押贷款、信用恐慌等——那些有着绝对的巨额数字，但其实经济影响微乎其微的事物，能够让感性的人更容易接受一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 B3　美国国防开支占国内生产总值的百分比变化：1940 ～ 2006 年



资料来源：*Statistical Abstract of the United States*, 1986, U.S. Bureau of the Census.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　　谢

本书的创作灵感来自我在某个周日早晨冲凉时的突发奇想——来得相当突然。我相信，这样的一本书一定能得到大家的喜欢。并且，就像被施加过魔法一样，这个最初的灵感被热情的志愿者激励着，最终从美好的想法变成了现实。很多曾经帮助我完成我上一本著作的朋友们纷纷从幕后走出来，拿出比上一次更热烈的工作激情，为本书的出版做出了他们的贡献。还有一些新朋友也加入进来，他们中的部分人已经连续多年全职供职于我们那位于海湾区（Bay Area）林地的小小金融工厂——那个位于海拔 2200 英尺[⊖]被我们称为费雪投资公司（Fisher Investments）的地方。还有一些人则只签约了这一个项目。对上述所有人，我都诚挚地表示我的谢意。

约瑟夫·汤姆斯（Joseph Toms）是费雪投资公司的常务董事之一，他为本书提供了第一份反馈意见，他告诉我说，大家是有兴趣了解这些图和解说的。我将最初的部分书稿给他阅读，然后根据他的意见和建议对本书的内容和风格进行了整改。克里斯·安东尼奥（Chris Antonio）和埃夫兰·扬格（Ephran Younger）基本算是同时到费雪投资公司来求职的，他们都有证券从业背景，都在寻求工作转变，也都愿意跟我一起来完成本书。于是，本书中有大约 40 个故事都是由克里斯和埃夫兰起草的。埃夫兰后来还担任了我们公司证券研究部门的重要角色，他通过电脑系统为本书的撰写提供了一些图表的原型（例如南海泡沫图），并且，在编制和改进很多其他图的工作中，他也发挥了重要作用。

研究分析师杰夫·斯尔克（Jeff Silk）已在费雪投资公司工作多年，在他的指导下，阿瑟·弗兰克（Arthur Frank）为埃夫兰提供了计算机化的图表制作保障。同时，阿瑟还亲自输入了很多相关数据，而他的姐姐玛丽·弗兰克（Mary Frank）则在斯坦福大学的杰克森商学院图书馆和费雪投资公司为我们影印了无数的图样，直到本书完全定稿为止。自从我们决定将本书的范围扩展到我们所能找到的最有意义的图表之后，一周又一周的时间都是在图书馆里度过的，只为了找到这些难得而有用的图。我们主要利用了斯坦福大学的图书馆和旧金山的商业图书馆。本书的绝大部分图书馆文献研究工作都受益于葛列格·克罗斯菲尔德（Greg Crossfield）先生的贡献，他在斯坦福大学借助于那里的学生查理·布朗（Charlie Brown）的帮助，当然同时得到了玛丽·弗兰克、杰夫·斯尔克、埃夫兰·扬格、雪洛琳·费雪（我的妻子）和我的大儿子克莱顿等人的协助。

克莱顿对本书所付出的时间仅次于查理，他用纸夹将图装起来并将它们一一上架，等待葛列格或者我的检查。我的两个小儿子——内森和杰西在我们条件有限的公司图书馆里，也做了同样的工作。

雪洛琳不仅从妻子的角度给了我支持与鼓励，作为费雪投资公司的办公室经理，她还亲自投身到这个项目当中，全权负责了获取这些图的版权批准工作。对于一些特殊的图来说，光是要找到它们的版权持有人都是非常不容易的，这涉及寻找已去世很久的作者后裔问题。对于有些图，即使经过了非常仔细的查找，我们也无法确定它的版权持有人。不过，本书还是使用了几幅这样的图，因为我们相信复制这些图带给社会

⊖ 1 英尺 = 0.3048 米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大众的吸引力和效用是大于版权持有人所能得到的任何好处的。

有着艺术背景的雪洛琳还负责了所有图的修改和视觉呈现工作，她独立完成了很多图，也监督埃夫兰·扬格和其他人完成了部分图。在本书的整个编写过程中，她和我的三个儿子对我的耐心都贯穿始终。我非常感谢你们！

当然，如果没有大量图的版权拥有人的支持，我们就无法在本书中使用这些图，从而大家也不可能见证本书的出版。他们对我们的请求非常宽容，在大多数情况下，都大方地允许我们使用这些无价的图。

在本书的出版过程中，还有很多外部读者也做出了重要贡献。这些读者所提供的建议对于我们更正错误、修正语调与重点都是非常重要的，此外，他们还建议了一些我们先前所没有考虑到的图。在这一方面，纽约州的阿尔弗雷德·哈夫特（Alfred Haft）先生和明尼苏达州德卢斯的亨利·罗伯特（Henry Robert）先生对本书的出版特别有帮助，他们各自分别提出了超过 20 页的各类意见和建议。我的老朋友富兰克林共同基金家族的肯·科斯克拉（Ken Koskella）先生虽然并没有提出多少意见，但他热情洋溢的鼓励始终是我的推动力。我的父亲菲利普·费雪（Phil Fisher）先生在一些事实上纠正了我，特别是还凭借他个人对 20 世纪 20 年代和 30 年代金融市场的印象纠正了我对一些情况的表达失误。对于我们根据几次的发生率就判断周期的问题，约翰（John）和客户公司（The Customer Company）的内德·罗斯科（Ned Roscoe）从有效性的角度提出了非常严肃的哲学质疑。

目前在加利福尼亚州尤里卡的罗斯 & 朱厄特公司（Ross & Jewett）负责金融策划的弗兰克·朱厄特（Frank Jewett）博士，是我曾经的老师，也是一位大名鼎鼎的经济学家，他建议我对本书的简介和分析部分进行加强。我的另一位经济学教授麦克·布鲁森（Mike Brusin）则帮助我更正了一些历史性错误，并对我将过去的事件与当前的现实进行对比的有效性提供了一些看法。萨缪尔·阿伦森（Samuel Aronson）博士按照他的理解对这些图进行了分级，并指出哪些图还需要再修改。加利福尼亚州银行的首席投资主管托尼·斯波尔（Tony Spare）先生向我建议了好几幅我事先并没有考虑到的图，并对很多图提出了他个人的看法。在更早的时候，由于一些图的技术过强，基德尔·皮博迪公司（Kidder Peabody）的吉姆·洛夫（Jim Love）劝服我放弃了一幅图，并对其他图进行了修订。

此外，还有许多为我提供了帮助的人们，在此就不再一一具名了。还有其他一些重要的读者和评论者，包括苏特罗投资公司（Sutro & Co.）的比尔·吉布森（Bill Gibson）先生、巴利制造公司（Bally Manufacturing）的财务总监道·罗曼斯（Don Romans）先生、阿卡石油公司（Araca Pertoleum）的财务总监罗伯特·哈夫特（Robert Haft）先生和我们公司的财务总监兰尼·汤普森（Lennie Thompson）先生等。此外，还有来自凤凰城美林证券的布鲁斯·汉内（Bruce Hannay）、坍利大陆公司（Staley Continental）的养老金与福利资产投资主管沃·齐克（Al Zick）、詹姆斯·帕尔默（James Palmer）和蒙特·施特恩（Monte Stern）等。非常感谢你们的建议，这些观点是非常有价值的，谢谢你们！

实际上，还有上百幅图我们认真考虑过但最终没有收纳到本书中，包括澳大利亚的股票趋势图和美国 1900 年以来人均酒精制品消费图等。总体来看，我们还是应当感谢这些图作者的无价贡献——正是参考了这些图，在本书的编写过程中，我才能精选出能够使读者最感兴趣并且最受益的那一部分图来。

最后，还有必要感谢这些图本身的创作者，本书在讲述过程和资料来源中说明了这些图的出处，但是，这并不能传递图创作过程中的心血与投入。这组图所传达出的综合性金融投资知识和智慧能使现有的任何投资委员会、顾问小组或者教授团队相形见绌。相对于创作者们横跨一个多世纪的努力来说，再多的感谢都是不够的。我对他们在所有章节中做出的独特视觉贡献而深表感激！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐阅读

序号	书号	书名	序号	书号	书名	序号	书号	书名
1	30250	江恩华尔街45年（珍藏版）	28	33175	艾略特名著集（珍藏版）	55	43956	以交易为生II：卖出的艺术
2	30248	如何从商品期货贸易中获利（珍藏版）	29	35212	技术分析（原书第4版）	56	43501	投资心理学（原书第5版）
3	30247	漫步华尔街（原书第9版）（珍藏版）	30	28405	彼得・林奇教你理财	57	44062	马丁・惠特曼的价值投资方法：回归基本面
4	30244	股市晴雨表（珍藏版）	31	29374	笑傲股市（原书第4版）	58	44156	巴菲特的投资组合（珍藏版）
5	30251	以交易为生（珍藏版）	32	30024	安东尼・波顿的成功投资	59	44711	黄金屋：宏观对冲基金顶尖交易者的掘金之道
6	30246	专业投机原理（珍藏版）	33	35411	日本蜡烛图技术新解	60	45046	蜡烛图精解（原书第3版）
7	30242	与天为敌：风险探索传奇（珍藏版）	34	35651	麦克米伦谈期权（珍藏版）	61	45030	投资策略实战分析
8	30243	投机与骗局（珍藏版）	35	35883	股市长线法宝（原书第4版）（珍藏版）	62	44995	走进我的交易室
9	30245	客户的游艇在哪里（珍藏版）	36	37812	漫步华尔街（原书第10版）	63	46567	证券混沌操作法
10	30249	彼得・林奇的成功投资（珍藏版）	37	38436	约翰・聂夫的成功投资（珍藏版）	64	47508	驾驭交易（原书第2版）
11	30252	战胜华尔街（珍藏版）	38	38520	经典技术分析（上册）	65	47906	赢得输家的游戏
12	30604	投资新革命（珍藏版）	39	38519	经典技术分析（下册）	66	48513	简易期权
13	30632	投资者的未来（珍藏版）	40	38433	在股市大崩溃前抛出的人：巴鲁克自传（珍藏版）	67	48693	跨市场交易策略
14	30633	超级金钱（珍藏版）	41	38839	投资思想史	68	48840	股市长线法宝
15	30630	华尔街50年（珍藏版）	42	41880	超级强势股：如何投资小盘价值成长股	69	49259	实证技术分析
16	30631	短线交易秘诀（珍藏版）	43	39516	股市获利倍增术（珍藏版）	70	49716	金融怪杰：华尔街的顶级交易员
17	30629	股市心理博弈（原书第2版）（珍藏版）	44	40302	投资交易心理分析	71	49893	现代证券分析
18	30835	赢得输家的游戏（原书第5版）	45	40430	短线交易秘诀（原书第2版）	72	52433	缺口技术分析：让缺口变为股票的盈利
19	30978	恐慌与机会	46	41001	有效资产管理	73	52601	技术分析（原书第5版）
20	30606	股市趋势技术分析（原书第9版）（珍藏版）	47	38073	股票大作手利弗莫尔回忆录	74	54332	择时与选股
21	31016	艾略特波浪理论:市场行为的关键（珍藏版）	48	38542	股票大作手利弗莫尔谈如何操盘	75	54670	交易择时技术分析：RSI、波浪理论、斐波纳契预测及复合指标的综合运用（原书第2版）
22	31377	解读华尔街（原书第5版）	49	41474	逆向投资策略	76	55569	机械式交易系统
23	30635	蜡烛图方法：从入门到精通（珍藏版）	50	42022	外汇交易的10堂必修课	77	55876	技术分析与股市盈利预测
24	29194	期权投资策略（原书第4版）	51	41935	对冲基金奇才：常胜交易员的秘籍	78	57133	憨夺型投资者
25	30628	通向财务自由之路（珍藏版）	52	42615	股票投资的24堂必修课	79	57116	高胜算操盘
26	32473	向最伟大的股票作手学习	53	42750	投资在第二个失去的十年	80	57535	哈利・布朗的永久投资组合
27	32872	向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资	54	44059	期权入门与精通（原书第2版）	81	57801	华尔街之舞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一位投资人没有听说过或者没有读过肯·费雪的作品，那么他只能将投资失败归咎于自己了。在《华尔街之舞》中，费雪用通俗易懂的文字和形象生动的图表将整个金融学知识融会贯通。

——詹姆斯 W. 迈克尔斯
《福布斯》杂志主编、集团副总裁

本书生动地呈现了一幅完整的证券市场的历史画卷，对聪明的投资者来说，这是非常重要的工具书。

——查尔斯 R. 施瓦布
嘉信理财公司创始人、主席、首席执行官

如果说一幅图胜过千言万语，那么这本图册值得你毕生珍藏。

——威廉 E. 多诺霍
多诺霍基金公司主席

肯·费雪独到的分析使得本书非常出色，值得你反复研读。

——大卫·卓曼
卓曼价值管理有限责任公司创始人、主席

肯·费雪 因主持《福布斯》杂志的“投资组合战略”专栏而闻名业界。由于连续23年负责这个专栏，他成为在《福布斯》杂志90年历史中，任期最长的专栏作家之一。费雪先生还是费雪投资公司的创始人、主席和首席执行官，这家公司管理着总值超过400亿美元的各种基金产品。费雪先生的成功使他在2007年福布斯“全美最富有的400人”排行榜中位列第271名。他的名字经常出现在各大媒体中，在美国主流的金融或者商业杂志中也经常闪现。

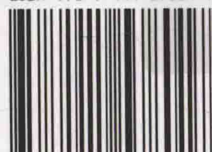
The Wall Street Waltz





上架指导：金融/投资/股票

ISBN 978-7-111-57801-7



定价：69.00元

WILEY
www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal

投稿热线：(010) 88379007
客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com
数字阅读：www.hzmedia.com.cn